

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 8°, 11°, 16° et 34° et a. 331.2)

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

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, le règlement suivant dont les textes sont publiés ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages.*

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit, avant l'expiration du délai de 90 jours de la présente publication, à savoir le **10 avril 2008**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 11 janvier 2008

Avis de consultation

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

Projet d'Instruction générale relative au Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages

I. Introduction

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

- le projet de *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages* (le « projet de règlement »);
- le projet d'Instruction générale relative au *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages* (« le projet d'instruction générale »).

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

II. Contexte

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

- l'Avis de consultation sur le projet de *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)* (l'« avis de 2006 »);
- le projet de *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)* (le « règlement de 2006 »);
- le projet d'Instruction générale relative au *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)* (l'« instruction de 2006 »).

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

III. Faits nouveaux

En 2006 également, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a publié des directives sur les accords concernant les courtages. La période de transition pour la mise en œuvre de cet avis (l'« avis de la SEC »)² a pris fin début 2007. Les règles

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

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

finales de la Financial Services Authority³ étaient déjà entrées en vigueur au moment de la publication des documents de 2006.

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

IV. Objet des projets de règlement et d'instruction générale

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

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

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

V. Résumé des projets de règlement et d'instruction générale

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

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

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

B. *Résumé des modifications de fond apportées aux projets de règlement et d'instruction générale*

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

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

i) *Champ d'application du projet de règlement*

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

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

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

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

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

De manière générale, les intervenants estiment que nous devrions harmoniser les obligations avec celles des États-Unis et du Royaume-Uni pour ce qui est des définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche » et de leur interprétation relativement à l'admissibilité de certains biens et services. Il semble que nombre de ces intervenants n'aient pas observé les différences qui existent entre les définitions et les critères d'admissibilité applicables dans ces deux pays. Ceux qui les ont observées étaient en faveur de l'harmonisation avec les États-Unis.

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

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

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

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

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

Nous avons donc modifié l'article 3.2 du projet d'Instruction générale, qui propose désormais une norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres qui engloberait les biens et services fournis ou utilisés entre le moment auquel le conseiller en valeurs prend une décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres) et le moment auquel l'opération est conclue.

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

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

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

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

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

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

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

b) *La définition et les caractéristiques des services de recherche*

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

Les modifications de fond suivantes ont donc été apportées :

- les indications prévues à l'article 3.3 du projet d'instruction générale ont été révisées pour donner moins d'importance aux caractéristiques de la recherche;
- l'obligation proposée au sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 3.1 du règlement de 2006, selon lequel le conseiller doit veiller à ce que les services de recherche ajoutent de la valeur à la décision en matière de placement a également été supprimée, parallèlement à des modifications visant à insister davantage sur l'utilisation des biens et services pour déterminer l'admissibilité au paiement au moyen des courtages. (D'autres raisons ont également contribué à la suppression de cette obligation. Elles sont abordées ci-dessous, à la rubrique *Encadrement des pratiques en matière de courtages*.)

c) *L'admissibilité de certains biens et services*

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

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

Nous avons donc apporté les modifications de fond suivantes :

- la définition proposée de « services de recherche » figurant dans le projet de règlement comprend désormais les bases de données et les logiciels conçus principalement pour exécuter les services visés par la définition, comme la définition de « services liés à la prise de décision d'investissement » prévue par les dispositions actuelles;
- les indications proposées aux paragraphes 3 de l'article 3.2 et 2 de l'article 3.3 du projet d'instruction générale, qui donnent, respectivement, des exemples de biens et services qui pourraient être considérés comme des services d'exécution d'ordres et des services de recherche, ont été modifiées;
- les indications proposées à l'article 3.5 du projet d'instruction générale, qui donne des exemples de biens et services que nous considérons comme clairement non autorisés en vertu du projet de règlement, ont été modifiées.

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

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

iii) Encadrement des pratiques en matière de courtages

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

d) *Les biens et services non sollicités*

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

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

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

iv) Information sur les pratiques en matière de courtages

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

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

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

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

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

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

b) Portée de l'information descriptive

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

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

Les obligations d'information descriptive prévues aux paragraphes *a* à *e* de l'article 4.1 du projet de règlement conserveraient l'essentiel des dispositions du règlement de 2006 pour la présentation d'information sur la nature des accords conclus pour le paiement des services d'exécution d'ordres ou des services de recherche au moyen des courtages et l'indication du nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des biens et services autres que l'exécution d'ordres, ainsi que des types de biens et services fournis. Toutefois, nous

proposons également que chaque courtier ou tiers nommé qui est une entité du même groupe soit indiqué séparément, de même que les types de biens et services qu'il a fournis.

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

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

c) *Portée de l'information quantitative*

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

Nous estimons que l'information quantitative proposée est compatible avec celle que les fonds d'investissement doivent actuellement présenter à leurs clients en vertu du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, sauf que le conseiller en valeurs doit faire une estimation raisonnable du montant payé ou accumulé pour payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres, au lieu de présenter ce montant s'il est possible de le déterminer⁷.

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

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

Question 3 : Étant donné que, de plus en plus, les services d'exécution d'ordres et les services de recherche sont offerts sans égard aux frontières internationales, le projet de règlement devrait-il donner aux conseillers la possibilité de se conformer à des obligations d'information étrangères plutôt qu'aux obligations d'information proposées, du moment qu'ils peuvent démontrer que ces obligations étrangères sont au moins analogues à celles

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

prévues par le projet de règlement? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter cette possibilité à l'information quantitative, étant donné que les difficultés découlant des différences entre les obligations d'information quantitative de divers pays sont vraisemblablement plus importantes que les problèmes soulevés par les différences entre les obligations d'information descriptive? Faudrait-il aussi limiter la liste des pays où des obligations acceptables sont prévues et, dans ce cas, quels pays faudrait-il retenir? Veuillez motiver votre réponse.

d) Renseignements supplémentaires à consigner et à fournir sur demande

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

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

v) Période de transition

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

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

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

VI. Consultation

Nous sollicitons des réponses aux questions suivantes :

Question 1

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

Question 2

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

Question 3

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

Question 4

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

VII. Pouvoir réglementaire

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

VIII. Textes connexes

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

IX. Autres solutions et coûts et avantages prévus

La plupart des autres solutions envisagées et les coûts et avantages prévus de la mise en œuvre du projet de règlement sont abordés dans l'analyse coûts-avantages intitulée *Analyse coûts-avantages : Paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages*. Une analyse coûts-avantages à jour est publiée, en anglais seulement, dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

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

X. Documents non publiés

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

XI. Commentaires et questions

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

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

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Securities Office, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Registraire des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Registraire des valeurs mobilières, Nunavut
 Registraire des valeurs mobilières, Yukon

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

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

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

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

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4358

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

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

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

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

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

Le 11 janvier 2008

Projet de Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages) et d'Instruction générale relative au Règlement 23-102

Résumé des commentaires et réponses

I. Réponses aux questions

Question 1 : Faut-il limiter l'application du projet de règlement aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant (par ex. opérations sur titres cotés) ou bien l'étendre aux opérations de contrepartie sur les marchés hors cote? Dans le deuxième cas, comment le montant des services autres que l'exécution d'ordres serait-il calculé?

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

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

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

- il ne faudrait pas cacher l'information sur les accords de paiement indirect aux investisseurs en raison du type de produit, d'opération ou de marché;
- certains services de recherche exclusifs offerts par les courtiers sur les titres à revenu fixe sont payés au moyen des courtages compris implicitement dans les écarts entre le prix des obligations, et le calcul du montant est simple : les courtiers fixent le prix

de chaque service de recherche et, une fois que l'exécution de l'opération a été convenue, un montant est ajouté et indiqué comme paiement des services de recherche;

- si le projet de règlement ne s'applique pas aux opérations pour compte propre, des conseillers en valeurs sans scrupules qui ont des mandats en titres à revenu fixe et en titres de participation pourraient déplacer les frais non autorisés visés par le règlement des paiements indirects au moyen des courtages relatifs aux titres participation à ceux relatifs aux opérations pour compte propre;
- il est injuste de surveiller étroitement les paiements au moyen des courtages sur les marchés boursiers et non sur les marchés hors cote; les participants aux marchés hors cote devraient à tout le moins commencer à communiquer le montant et le type de biens et de services qu'ils se procurent par l'entremise des courtiers.

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

Réponse

Nous convenons qu'il est difficile de calculer les frais intégrés au prix des opérations pour compte propre sur les marchés hors cote en raison du manque de transparence à leur égard. Le champ d'application du projet de règlement est limité à certaines opérations sur titres dans lesquelles des courtages sont facturés. Nous avons modifié les indications contenues dans le projet d'instruction générale pour préciser que le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération lorsque le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément (par exemple, lorsque le titre est coté ou qu'il existe un mécanisme indépendant de fixation du prix qui permet au conseiller de déterminer avec précision et objectivité le montant des commissions ou des frais facturés).

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

Question 2 : Le conseiller en valeurs peut-il éprouver des difficultés à déterminer si les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus? Dans l'affirmative, dans quelles circonstances?

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

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

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

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

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

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

Réponse

Nous partageons les préoccupations relatives aux difficultés à déterminer si les courtages sont raisonnables, compte tenu de services d'exécution des ordres et de recherche obtenus, notamment en ce qui concerne les services groupés. Nous jugeons toujours important que les conseillers en valeurs déterminent si la valeur des biens et

services obtenus est raisonnable, compte tenu des courtages payés par les clients, pour faire en sorte que ceux-ci obtiennent une valeur adéquate en contrepartie.

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

Question 3 : Comment utilise-t-on actuellement les systèmes de gestion d'ordres? Offrent-ils des fonctions que l'on pourrait considérer comme des services d'exécution d'ordres? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces fonctions et expliquer pourquoi il faut ou non les considérer comme des « services d'exécution d'ordres ».

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

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

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

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

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

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

- les outils d'intégration des données du marché;
- les outils analytiques;

- les outils de modélisation des portefeuilles et des stratégies.

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

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

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

- étant donné que la principale fonction de négociation d'un système de gestion d'ordres consiste à acheminer les ordres vers des marchés, des systèmes et des courtiers qui les exécutent, la fonctionnalité qui améliore la qualité de l'exécution d'ordres est généralement extérieure au système et ce sont les gestionnaires de placements qui en bénéficient principalement, non les investisseurs;
- les outils professionnels comme les ordinateurs, les logiciels, les rapports, les liens de communication de base et les autres ressources nécessaires à l'exploitation concurrentielle et conforme d'un organisme de placement collectif à l'heure actuelle ne devraient pas être considérés comme des services d'exécution et les frais devraient être payés au moyen des frais de gestion;
- les services de gestion d'ordres donnent un avantage stratégique aux maisons qui les utilisent et ne devraient donc pas être payés au moyen des courtages.

Réponse

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

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

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

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

- l'évaluation des opérations antérieures est essentielle à la meilleure exécution;
- ces analyses aident les conseillers en valeurs à prendre des décisions concernant la répartition des opérations entre les courtiers qui offrent des services d'exécution et la méthode d'exécution la plus indiquée (par exemple, gestion de l'ordre par le négociateur; blocs négociés pour le compte de clients ou comme contrepartiste; algorithmes; accès direct aux marchés, etc.);

- elles peuvent influencer sur la décision des conseillers en valeurs en ce qui concerne les modalités, le moment et le lieu d'exécution des opérations;
- les analyses après les opérations sont un élément fondamental de l'examen et de l'amélioration du processus d'exécution des ordres par les conseillers en valeurs, l'analyse d'opérations antérieures permettant de déceler les problèmes posés par une stratégie de négociation, une méthode d'exécution, un marché ou les capacités d'un courtier, entre autres, ou de les valider;
- elles font partie d'un processus continu et constituent un élément essentiel de l'analyse des coûts indirects ou du « glissement » des coûts dans le processus de négociation.

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

- les conseillers en valeurs les obtiennent et les prennent en considération avant de prendre d'autres décisions d'opérations, même s'ils les obtiennent après la conclusion de certaines opérations;
- elles indiquent comment un courtier a exécuté une opération donnée ou une série d'opérations pour le compte d'un gestionnaire de placements et contiennent des conseils sur la liquidité et le moment opportun pour réaliser une opération, la négociation des modalités de l'opération et d'autres aspects du traitement des ordres;
- elles aident les conseillers en valeurs à évaluer l'efficacité des opérations;
- elles contribuent à la meilleure exécution;
- elles alimentent les décisions des conseillers en valeurs en matière d'opérations et favorisent la concurrence entre les systèmes d'exécution.

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

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

Réponse

Nombre de motifs avancés par les intervenants à l'appui de l'admissibilité des analyses après les opérations comme services d'exécution d'ordres sont identiques à ceux qu'ils ont fait valoir à l'appui de leur désignation comme services de recherche. Il semblerait que cela soit dû aux interprétations divergentes de la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres. Nous avons apporté des modifications à la définition de « services de recherche » prévue par le projet de règlement et aux indications contenues dans le projet d'instruction générale de façon à préciser que la norme temporelle applicable aux services d'exécution d'ordres commence après que le conseiller en valeurs a pris sa décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre un titre). Ces modifications permettraient de considérer les analyses après les opérations comme des services d'exécution d'ordres si elles servent à

prendre une décision subséquente en ce qui concerne la façon, le moment ou le lieu adéquats pour transmettre un ordre ou effectuer une opération. Les modifications touchant la norme temporelle sont abordées en détail ci-dessous, dans la deuxième partie.

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

Question 5 : Les participants au marché canadien se heurteraient-ils à des difficultés si les biens et services comme les données du marché n'étaient pas traités au Canada de la même façon qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni? Quelles seraient-elles?

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

- l'adoption d'obligations réglementaires contradictoires nuirait gravement à la position concurrentielle du Canada et encouragerait l'arbitrage réglementaire;
- les conseillers en valeurs étrangers pourront payer certains services au moyen des courtages, mais leurs homologues canadiens devront absorber ces frais comme coûts fixes ou augmenter leurs frais, ce qui pourrait leur faire perdre des occasions d'affaires; or tout déclin à long terme de la rentabilité encouragera les conseillers en valeurs canadiens à s'implanter dans des pays dont la réglementation ne nuit pas à leur compétitivité;
- si les conseillers en valeurs canadiens ne peuvent pas utiliser de sources de données brutes, contrairement à leurs homologues états-uniens, les gestionnaires de portefeuille quantitatifs canadiens seront désavantagés par rapport à leurs homologues états-uniens, parce que leurs données leur coûteront plus cher; ils devront facturer à leurs clients internationaux et états-uniens des frais de gestion plus élevés que leur homologues états-uniens et perdront ainsi leurs clients étrangers;
- si un régime non harmonisé est mis en œuvre, les conseillers qui ont des bureaux dans plusieurs pays devront choisir entre appliquer les normes les plus strictes à tous leurs bureaux ou supporter les inconvénients et les coûts dus à l'existence de procédures différentes dans différents pays pour traiter les courtages payés par différents clients;
- le traitement différentiel entraînera une augmentation des coûts pour les conseillers en valeurs implantés au Canada qui utilisent des sous-conseillers en valeurs aux États-Unis ou au Royaume-Uni, car les sous-conseillers seront forcés de défrayer le coût du développement des systèmes nécessaires au traitement de l'information exigée par les autorités en valeurs mobilières du Canada;
- à mesure que les OPC canadiens développent leurs portefeuilles de titres étrangers, maintenant que les restrictions en matière de contenu étranger des REER ont été supprimées, les sociétés de gestion font de plus en plus appel à des sous-conseillers en valeurs étrangers; il serait difficile voire pratiquement impossible pour les maisons de courtage étrangères de se conformer à des règles canadiennes contradictoires, et les conseillers en valeurs étrangers pourraient trouver que négocier avec des conseillers en valeurs canadiens présente plus d'inconvénients que d'avantages, ce qui aurait pour effet de diminuer l'accès de ces derniers à l'expertise internationale nécessaire, au moment où ils en ont le plus besoin.

Plusieurs intervenants reconnaissent qu'il y a des différences entre les régimes états-unien et britannique et soutiennent qu'il est plus important d'harmoniser les règles

canadiennes concernant le paiement au moyen des courtages avec les règles états-uniennes pour les motifs suivants :

- les participants au marché canadiens connaissent mieux les normes états-uniennes;
- la solution de la SEC, qui consiste à examiner comment un bien ou service donné est utilisé par le conseiller en valeurs, est préférable, pour déterminer l'admissibilité au paiement au moyen des courtages, aux catégories détaillées et complexes qui sont prévues par les règles britanniques;
- les conseillers en valeurs états-uniens sont les véritables concurrents des conseillers en valeurs canadiens pour ce qui est de la gestion des investissements institutionnels;
- les conseillers en valeurs établis aux États-Unis qui travaillent pour le compte de fonds et de clients institutionnels canadiens jouiraient d'un avantage considérable, sous le régime du projet de règlement, car ils seraient en mesure de payer d'autres services (par exemple des sources de données brutes) au moyen des courtages (les conseillers en valeurs canadiens devraient payer ces services à même leur budget de fonctionnement, en conséquence de quoi les frais de gestion des conseillers en valeurs états-uniens seraient moins élevés et les conseillers en valeurs canadiens souffriraient d'une fuite des capitaux);
- les participants au marché canadiens qui réalisent des opérations transfrontières tenteront probablement de s'assurer que leur pratiques sont conformes aux exigences de la SEC.

Réponse

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

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

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

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

- les données du marché brutes servent à évaluer la recherche fournie par d'autres parties;
- les données du marché brutes sont utiles aux conseillers en valeurs qui font leurs propres recherches, qu'il s'agisse de recherches générales ou de recherches utilisées dans des modèles quantitatifs et le contrôle ex post de ces modèles;
- les gestionnaires de placements quantitatifs et les conseillers en valeurs qui font leurs propres recherches subiraient un désavantage concurrentiel s'ils ne pouvaient acheter de données du marché brutes pour alimenter leurs recherches, par comparaison aux

conseillers en valeurs qui achètent au moyen des courtages des recherches de tiers fondées sur les mêmes données du marché;

- permettre que les données du marché brutes soient considérées comme de la recherche serait conforme à la position de la SEC et garantirait que les gestionnaires de placements états-uniens et canadiens sont assujettis aux mêmes règles sur ce point.

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

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

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

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

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

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

Réponse

Nous convenons que dans certaines situations les conseillers en valeurs utilisent les données du marché brutes pour faire des recherches et que, dans ces cas, de la valeur est ajoutée au processus de prise de décision d'investissement. Nous convenons également que le refus de considérer les données du marché brutes comme des services de recherche pourrait compromettre la compétitivité de ces conseillers en valeurs par rapport aux conseillers en valeurs qui achètent au moyen des courtages des recherches de tiers fondées sur les mêmes données du marché. Nous avons donc modifié les exemples de services de recherche autorisés dans le projet d'instruction générale en y ajoutant les données du

marché provenant de sources ou de bases de données qui ont été ou seront analysées ou manipulées par le conseiller en valeurs pour aboutir à des conclusions significatives – ce qui inclurait les données du marché brutes.

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

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

Question 7 : Les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer des services de vote par procuration? Dans l'affirmative, quelles caractéristiques ou fonctions de ces services peuvent être considérées comme de la recherche? D'autres directives sont-elles nécessaires sur ce point?

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

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

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

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

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

- les services de vote par procuration ont des aspects administratifs, étrangers à la recherche, qui ne devraient pas être payés au moyen des courtages;

- les services de vote par procuration n'ont aucune valeur ajoutée;
- l'inclusion des services de vote par procuration dans la catégorie de la recherche pourrait encourager la réalisation d'opérations abusives et coûteuses.

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

Réponse

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

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

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

Question 8 : Dans quelle mesure les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte? Lorsque des biens et services à usage mixte sont obtenus, dans quelles circonstances les conseillers en valeurs peuvent-ils éprouver des difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la partie qui ne l'est pas (par exemple pour les analyses après les opérations, les systèmes de gestion d'ordres ou les services de vote par procuration)?

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

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

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

Deux intervenants indiquent qu'ils n'utilisent ou n'utiliseraient les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte que s'ils pouvaient faire une répartition objective des coûts, par exemple dans le cas d'un service comportant des éléments distincts et tarifés. L'un d'eux déclare que les critères prévus pour déterminer si un bien ou service à usage mixte peut ou non être payé partiellement au moyen des courtages devraient être suffisamment simples et souples pour que les conseillers en valeurs puissent décider raisonnablement si le bien ou le service sert à prendre des décisions d'investissement.

Les raisons pour lesquelles les conseillers en valeurs peuvent éprouver des difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la partie qui ne l'est pas sont notamment les suivantes :

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

Certains intervenants proposent des solutions pour contourner les difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la partie qui ne l'est pas. Les conseillers en valeurs pourraient par exemple :

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

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

Réponse

Nous estimons toujours qu'il est approprié de parler d'usage mixte. Nous reconnaissons que la répartition des courtages peut être difficile, surtout pour ce qui est des biens ou services obtenus en contrepartie de courtages groupés. Toutefois, le conseiller en valeurs ne devrait pas utiliser les courtages pour payer les biens et services qu'il obtient et qui ne correspondent pas à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » ou qu'il n'utilise pas pour prendre des décisions d'investissement ou pour organiser et exécuter des opérations sur titres.

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

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

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

Question 9 : L'information publiée ou les publications à grande diffusion doivent-elle être considérées comme de la recherche? Dans l'affirmative, pour quelle raison?

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

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

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

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

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

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

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

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

Réponse

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

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

Nous avons modifié les indications contenues dans le projet d'instruction générale pour exposer ces vues. Nous avons également supprimé l'« information publiée » de ces types de biens et services. Même si une publication destinée à un public précis qui a des intérêts spécialisés est offerte au grand public, sa disponibilité n'interdit pas de la payer au

moyen des courtages.

Question 10 : Faut-il inclure d'autres biens et services dans les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »? Faut-il supprimer certains de ceux qui sont prévus actuellement?

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

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

Séminaires

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

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

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

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

Réponse

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

accessoires engagés pour assister à des séminaires ou des conférences, comme les frais de déplacement, de séjour ou de représentation, sont admissibles.

Lignes de téléphone ou de transmission de données

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

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

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

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

Réponse

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

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

Opinions

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

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

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

Réponse

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

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

Analyses avant les opérations

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

Réponse

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

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

Bases de données et logiciels

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

Réponse

Nous sommes d'accord et avons modifié en conséquence la définition de « services de recherche » prévue par le projet de règlement. La définition comprend désormais les bases de données et les logiciels conçus principalement pour exécuter les services visés aux paragraphes a et b de la définition. Nous avons également ajouté des indications à l'article 3.3 du projet d'instruction générale.

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

Huit intervenants indiquent qu'il faut prescrire la forme de l'information. Quatre autres affirment qu'il faudrait fournir davantage d'indications ou proposer un format au lieu

de prescrire la forme de l'information, et permettre aux conseillers en valeurs d'utiliser la forme qu'ils souhaitent. Les motifs invoqués à l'appui de ces arguments sont notamment les suivants :

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

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

Réponse

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

Question 12 : Les obligations d'information proposées sont-elles adéquates et garantissent-elles la présentation d'information significative aux clients des conseillers en valeurs? Des informations supplémentaires seraient-elles utiles aux clients?

A. Commentaires généraux

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

- l'information proposée ne serait pas compatible avec celle qui est exigée actuellement par la FSA et la SEC;
- le niveau de détail est trop élevé pour que la plupart des clients comprennent l'information;
- une mauvaise compréhension de l'incidence de divers facteurs sur le niveau et l'utilisation des courtages pourrait pousser les clients à mal interpréter les résultats;
- les estimations et répartitions raisonnables pour chaque client seraient subjectives et des incohérences entre les méthodes utilisées par les conseillers en valeurs en résulteraient;
- les investisseurs s'intéressent au coût total des opérations, au rendement total par rapport au risque, à la détermination du montant des courtages et aux facteurs pris en considération par les conseillers en valeurs lorsqu'ils ont convenu de payer ces montants;

- il ne faut pas comparer les courtages sans tenir compte des coûts de l'incidence sur le marché, qui, dans bien des cas, sont la partie la plus notable du coût total d'une opération;
- la comparaison de l'information des clients peut être sans intérêt par rapport à la moyenne de tous les mandats, surtout chez les conseillers en valeurs qui ont des mandats internationaux;
- la distinction entre les taux pour « opérations comportant uniquement l'exécution d'ordres » et les « commissions globales » pousserait les investisseurs à conclure erronément que la différence entre les taux est due à l'obtention de recherche; de plus, elle ne tient pas compte de l'argument voulant que les services d'exécution complets et groupés sont souvent la meilleure méthode d'exécution pour obtenir la meilleure exécution, et pas seulement une méthode de paiement de la recherche;
- la simple exécution d'ordres sans aucun autre service n'est plus une pratique courante parce que les conseillers en valeurs confient généralement l'exécution des opérations à des courtiers qui ajoutent de la valeur en offrant d'autres services;
- la présentation d'information globale ou d'une moyenne pondérée ne tient pas compte de la variabilité des portefeuilles, des gestionnaires de portefeuilles, des accords de paiement indirect au moyen des courtages et des accords de rétrocession de courtages;
- la présentation d'information par catégorie d'actif pourrait être inutile étant donné que plusieurs stratégies de placement peuvent être employées dans une seule catégorie de titres et que le niveau d'activité de négociation peut varier, notamment en fonction de la conjoncture des marchés, du mouvement des taux d'intérêts ou du rééquilibrage des portefeuilles, ce qui peut provoquer des incohérences d'une période à l'autre;
- les fluctuations de l'activité boursière d'une année sur l'autre peuvent provoquer des incohérences dans l'information lorsqu'on les répartit sur les budgets de paiement au moyen des courtages, lesquels ne fluctuent pas d'une année sur l'autre, et elles ne tiennent pas compte des biens et services exclusifs;
- les courtages peuvent être négociés et changer dans certaines circonstances, selon la nature de l'opération et la liquidité du titre;
- la présentation de la valeur obtenue en pourcentage des courtages versés aux courtiers n'est pas prévue;
- les clients sont déjà submergés par l'information.

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

B. Propositions concernant l'information à présenter

a) Information descriptive

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

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

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

b) Information quantitative

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

i) Information au niveau du conseiller

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

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

- le montant global des courtages;
- le total courtages utilisés pour acheter des services d'exécution d'ordres et de la recherche;
- les taux de commission payés à tous les courtiers;

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

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

ii) Information au niveau du client

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

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

Un autre intervenant propose d'indiquer le pourcentage des courtages alloués aux paiements indirects dans le ou les comptes du client, ainsi que la valeur totale des courtages utilisés par le conseiller et les types de services achetés. Cette information est déjà recueillie par la plupart des systèmes de gestion des petits et des grands conseillers en valeurs sur le marché canadien.

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

iii) Autres commentaires sur l'information quantitative

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

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

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

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

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

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

Réponse

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

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

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

C. Commentaires particuliers

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

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

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

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

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

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

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

Réponse

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

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

un surcroît de transparence s'avère nécessaire, nous réexaminerons le degré de ventilation de l'estimation entre les biens et services groupés et dégroupés.

b) Demandes d'information supplémentaire présentées par les clients

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

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

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

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

Réponse

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

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

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

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

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

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

Réponse

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

courtages est régie par les dispositions des Règlements 81-101 et 81-106, ainsi que toute autre disposition pertinente.

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

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

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

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

Réponse

Comme la plupart des intervenants, nous estimons qu'il n'est pas nécessaire de fournir l'information périodique plus d'une fois par an.

Question 14 : Quelles difficultés le conseiller en valeurs pourrait-il rencontrer, le cas échéant, pour fournir l'information prévue à la partie 4 du règlement de 2006?

A. Commentaires généraux

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

- les systèmes ne permettent pas actuellement de suivre les courtages payés pour obtenir un service donné pour chaque compte individuel;
- les biens et services sont souvent obtenus à un niveau général, pour plusieurs clients, et non pour un client en particulier, ce qui donne lieu à des répartitions imprécises par client, et les avantages pour les clients peuvent changer au fil du temps;
- les activités de négociation sont souvent menées pour plusieurs clients en même temps ou par l'entremise de fonds en gestion commune, de sorte qu'il serait coûteux de fournir de l'information sur chaque client et que cela serait encore plus compliqué dans le cas de biens et services à usage mixte;
- les courtiers qui offrent des services groupés ne sont pas tenus de fournir de l'information sur les biens et services aux conseillers en valeurs, et ils n'ont pas pris de mesures à cette fin;

- les activités de négociation et le paiement de biens et services n'ont pas toujours lieu en même temps;
- plusieurs courtiers peuvent payer une seule facture pour les services d'un tiers;
- les frais des opérations effectuées à l'étranger peuvent ne pas être facturés à l'unité, mais en pourcentage de la valeur des opérations;
- les logiciels actuels qui répondent aux exigences britanniques et états-uniennes ne sont pas configurés pour répondre aux obligations d'information canadiennes;
- le recours à des fournisseurs de logiciels tiers pourrait entraîner la fourniture d'information inexacte que les conseillers en valeurs devront quand même rapprocher.

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

Réponse

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

B. Commentaires particuliers

a) Obligations prévues aux paragraphes 2 de l'article 4.1 du règlement de 2006

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

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

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

D'autres estiment que l'obligation générale de tenir des dossiers adéquats qui est faite à tous les conseillers en valeurs est suffisante et que les conseillers devraient jouir de la latitude nécessaire pour documenter les biens et services obtenus, du moment que leurs dossiers indiquent de façon adéquate que les courtages ont seulement été utilisés à des fins autorisées. Un autre intervenant propose d'introduire le concept d'importance relative pour

gérer le niveau de détail des renseignements consignés en vertu de cette obligation, tandis qu'un autre propose d'ajouter une disposition obligeant les courtiers à fournir aux conseillers en valeurs l'information requise.

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

Réponse

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

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

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

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

- une plus grande cohérence permettrait aux conseillers en valeurs qui fournissent de l'information à leurs clients dans plusieurs pays de standardiser leurs procédures en la matière;
- l'information à fournir en vertu du *Disclosure Code* de l'IMA donnerait aux administrateurs de régime et aux fiduciaires l'information dont ils ont besoin pour évaluer ce qu'ils ont obtenu en échange des courtages;
- il pourrait être difficile pour les conseillers en valeurs canadiens d'obtenir toute l'information pertinente de sous-conseillers en valeurs états-uniens;
- les obligations d'information devraient être guidées par le marché, comme au Royaume-Uni, et ne pas être normatives.

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

Réponse

Nous convenons qu'imposer des obligations d'information différentes de celles d'autres pays en ce qui concerne l'objet du projet de règlement pourrait causer des difficultés aux conseillers en valeurs qui fournissent de l'information à leurs clients ou

engagent des sous-conseillers en valeurs dans plusieurs pays. Comme nous l'indiquons plus haut, nous estimons que l'harmonisation avec d'autres pays est un objectif légitime, lorsqu'elle est justifiée, et nous voyons que la préférence va généralement à l'harmonisation avec les États-Unis, et non le Royaume-Uni.

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

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

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

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

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

Réponse

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

d) Application de l'information

Un autre intervenant déclare qu'on ne sait pas comment appliquer aux services groupés l'obligation des conseillers en valeurs de communiquer certains éléments

d'information s'ils concluent des accords avec des courtiers pour utiliser les courtages « en paiement » de services autres que l'exécution d'ordres. Il indique que le paiement des courtages aux courtiers qui fournissent aussi des services de recherche ne devrait pas constituer un « paiement » de recherche. Il avance que d'autres facteurs doivent être présents pour que les courtages soient réputés constituer un paiement de recherche, comme une convention prévoyant le paiement de taux de commission plus élevés que ceux que le courtier facture normalement ou un engagement à exécuter un certain volume d'opérations. Il recommande de ne pas appliquer les obligations d'information aux opérations payées au moyen de courtages groupés qui ne comportent pas d'engagement exécutoire à payer de la recherche. Un autre intervenant déclare que lorsqu'un accord de paiement indirect au moyen des courtages est conclu par un conseiller en valeurs et un courtier, les parties doivent en conserver un exemplaire complet dans leurs dossiers.

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

Réponse

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

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

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

Question 15 : Faudrait-il demander de l'information particulière sur les opérations « nettes »? Dans l'affirmative, faudrait-il limiter l'information au pourcentage du total des opérations nettes (à la façon de l'IMA)? Faudrait-il plutôt que les courtages intégrés au prix soient répartis dans les catégories prévues au paragraphe c de l'article 4.1 du règlement de 2006, dans la mesure où l'on peut les estimer raisonnablement?

La plupart des intervenants répètent les arguments avancés en réponse à la question 1, selon lesquels le projet de règlement ne devrait pas s'appliquer aux opérations pour compte propre. Ils font remarquer que déterminer les courtages payés dans le cadre des opérations pour compte propre présente des problèmes, à moins que les écarts cours acheteur – cours vendeur ne soient indiqués sur le relevé d'opération.

Certains intervenants considèrent que, si le projet de règlement s'appliquait aux opérations « nettes », la méthode de présentation de l'information devrait être analogue à celle adoptée par l'IMA. Autrement dit, l'information devrait être limitée au pourcentage

du total des opérations « nettes », parce qu'il n'y a pas de méthode généralement acceptée pour ventiler les courtages et que, vu le manque de précision de l'établissement des courtages groupés, toute méthode d'établissement des courtages donnera, dans le meilleur des cas, une approximation. Un intervenant juge que l'on obtient l'information la plus claire en appliquant un pourcentage au total des opérations pour compte propre. Un autre intervenant estime cependant qu'il ne faudrait pas encourager la présentation de données reposant sur des estimations ou qu'il faudrait au moins donner des indications sur ce qui est ou n'est pas raisonnable.

Réponse

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

II. Autres commentaires

Période de transition

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

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

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

Cet intervenant affirme également que les clients ne comprennent peut-être pas complètement les questions de gouvernance connexes, et que la mise en œuvre du règlement de 2006 viendrait augmenter sensiblement les responsabilités des fiduciaires en matière de surveillance. Le processus de sensibilisation et de consultation par les fiduciaires ou les conseils de retraite prendra beaucoup de temps. Il recommande de fixer des jalons en consultation avec les courtiers, les conseillers en valeurs et les clients, par exemple la date à laquelle les conseillers en valeurs devraient avoir terminé leur politiques en matière de

courtages, la date à laquelle le total des accords de paiement au moyen des courtages est communiqué aux clients et aux autorités en valeurs mobilières et la date à laquelle les conseillers en valeurs seront pleinement conformes au projet de règlement, y compris aux obligations d'information détaillée proposées.

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

Réponse

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

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

Coûts

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

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

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

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

Réponse

Nous estimons que les modifications que nous avons apportées au projet de règlement devraient soulager nombre des inquiétudes exprimées ci-dessus en ce qui concerne les coûts, notamment les coûts liés à l'information. Nous ne croyons pas que les coûts de la conformité aux obligations ne concernant pas l'information qui sont prévues par le projet de règlement seront élevés pour les sociétés qui se conforment déjà aux dispositions actuelles. Nous avons apporté peu de changements, voire aucun, aux définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « services de recherche » par rapport

aux dispositions actuelles et, conformément au principe général selon lequel il faut accorder la priorité aux intérêts des clients, nous nous attendons à ce que les conseillers en valeurs surveillent et suivent d'ores et déjà, dans une certaine mesure, l'utilisation qui est faite des courtages.

Répartition des avantages entre les clients

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

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

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

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

Réponse

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

Biens et services non sollicités

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

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

Un autre intervenant indique qu'étant donnée la façon dont les courtiers offrent et transmettent l'information à leurs clients aujourd'hui, il est inévitable que les conseillers en valeurs aient accessoirement accès à de l'information et à des documents émanant des entités auprès desquelles elles placent les ordres de leurs clients. Selon lui, un problème se

pose lorsqu'il n'est pas permis d'obtenir au moyen des courtages tout ou partie de l'information et des documents mis à la disposition du conseiller en valeurs. Par exemple, dans certains cas, les conseillers en valeurs peuvent accéder à un site Web protégé pour télécharger des rapports de recherche quotidiens, mais le site contient aussi de l'information qui ne répond pas aux définitions de services de recherche ou de services d'exécution d'ordres. En outre, les courtiers peuvent envoyer à leurs clients des articles ou des bulletins qui peuvent ne pas être considérés comme de la recherche. Cet intervenant propose que, du moment que le conseiller en valeurs ne tient pas compte de ces services accessoires lorsqu'il évalue les services des courtiers par rapport aux courtages payés, il ne faudrait pas considérer la disponibilité ou l'obtention des biens et services en question comme une infraction au projet de règlement. En revanche, il fait remarquer que le conseiller en valeurs pourrait enfreindre ses obligations fiduciaires si on poussait cette logique trop loin.

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

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

Réponse

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

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

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

L'obligation de déterminer de bonne foi que les courtages pays sont raisonnables, compte tenu de la valeur de la partie admissible de ce bien ou service.

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

Méthode axée sur des principes

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

- une réglementation axée sur des principes et une bonne surveillance sont plus efficaces qu'une réglementation normative;
- les principes sont clairs pour la grande majorité des exploitants honnêtes;
- des listes seraient difficiles à mettre en œuvre et la méthode axée sur des principes fonctionne bien aux États-Unis.

Les intervenants ont notamment fait les propositions suivantes :

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

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

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

Réponse

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Réponse

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

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

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

Expression « soft dollars »

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

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

Réponse

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

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

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

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

Réponse

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

Application du projet de règlement aux sous-conseillers en valeurs

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

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

Réponse

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

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

Autres demandes de précisions

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

Réponse

Dans l'avis accompagnant le règlement de 2006, nous indiquions qu'il convient de permettre le versement de courtages à des tiers par les courtiers car cela apporte une flexibilité et favorise la recherche indépendante. Nous déclarions également que nous étions d'accord avec les intervenants qui se sont exprimés sur le document de réflexion et ont déclaré que l'admissibilité de ces services ne devrait pas dépendre du fournisseur. Il ne faut pas interpréter ces déclarations comme voulant dire que les conseillers en valeurs devraient limiter le montant de la recherche indépendante ou tarifée séparément qu'ils achètent.

Liste des intervenants

1. Accountability Research Corporation
2. Fonds AGF inc.
3. Alternative Investment Management Association – Chapitre canadien
4. Baillie Gifford & Co.
5. Barclays Global Investors Canada Limited
6. British Columbia Investment Management Corporation
7. Bloomberg L.P.
8. BNY ConvergEx Group LLC
9. Canadian Advocacy Council
10. Association des banquiers canadiens
11. Capital International Asset Management (Canada) Inc.
12. CIBC
13. Commission Direct Inc.
14. L'Office d'investissement du RPC
15. Cumberland Private Wealth Management Inc.
16. Fidelity Investments Canada Limited
17. First Coverage Inc.
18. Greystone Managed Investments Inc.
19. Heathbridge Capital Management Ltd.
20. Highstreet Asset Management Inc.
21. Hillsdale Investment Management Inc.
22. Investment Adviser Association
23. Investment Counsel Association of Canada
24. Investment Company Institute
25. The Investment Funds Institute of Canada
26. IGM Financial Inc.
27. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
28. ITG Canada Corp.

29. Kenmar
30. McLean Budden Limited
31. National Society of Compliance Professionals Inc.
32. Pacific Capital Management Ltd.
33. Perimeter Financial Corp.
34. Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
35. Raymond James Ltd.
36. RBC Gestion d'actifs inc.
37. Reuters Canada Limited
38. Gestion de placement TD inc.
39. TD Newcrest
40. T. Rowe Price Associates, Inc.
41. Groupe TSX inc.
42. Veritas Investment Research Corporation
43. Wirth Associates Inc.

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

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 8°, 11°, 16° et 34°)

PARTIE 1 DÉFINITIONS

1.1. Définitions

Dans le présent règlement, il faut entendre par :

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

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

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

« services de recherche » : les services suivants :

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

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

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

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

a) l'exécution d'ordres;

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

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION

2.1. Champ d'application

Le présent règlement s'applique aux conseillers en valeurs et aux courtiers en valeurs inscrits relativement à toute opération sur titres où un courtier facture des frais de courtage et qui est réalisée pour un fonds d'investissement, un compte géré sous mandat discrétionnaire ou tout autre compte ou portefeuille à l'égard duquel un conseiller exerce des pouvoirs discrétionnaires en matière d'investissement pour le compte de tiers bénéficiaires.

PARTIE 3 PAIEMENTS AU MOYEN DES COURTAGES

3.1. Conseiller en valeurs

1) Le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vue du paiement de biens et de services autres que des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci.

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

- a) les biens ou les services sont à l'avantage de ses clients;
- b) il a établi de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services d'exécution d'ordre ou de recherche obtenus.

3.2. Courtier en valeurs inscrit

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

PARTIE 4 OBLIGATIONS D'INFORMATION

4.1. Information

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

- a) une description du processus de sélection des courtiers en valeurs en vue de la réalisation d'opérations sur titres, en indiquant les facteurs pris en considération à cette fin, notamment l'obtention de biens et de services en sus de l'exécution d'ordres, ainsi que les différences, le cas échéant, en ce qui concerne les courtiers qui sont des entités du même groupe;
- b) une description de la nature des accords conclus pour le paiement des services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages;
- c) le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des biens et services autres que l'exécution d'ordres en vertu de ces accords, ainsi que les types de biens et de services fournis, en indiquant séparément chaque entité du même groupe et les types de biens et de services qu'elle a fournis;
- d) les procédures permettant de vérifier que, avec le temps, tous les clients dont les courtages ont servi à payer ces biens et services auront tiré un avantage raisonnable de cette utilisation;
- e) les méthodes utilisées pour établir si les courtages payés aux courtiers en valeurs en contrepartie des services d'exécution d'ordres ou de recherche obtenus sont généralement raisonnables;
- f) le total des courtages payés par le client pendant la période visée;
- g) selon un niveau de regroupement déterminé par le conseiller, le total des courtages payés pendant la période visée, accompagnés d'une estimation raisonnable, établie par le conseiller, de la partie de ces courtages qui représente le montant payé ou accumulé pour payer les biens et services autres que l'exécution d'ordres pendant cette période.

PARTIE 5 DISPENSE

5.1. Dispense

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

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

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

PARTIE 6 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

6.1. Entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur six mois après son approbation.

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DES SERVICES DE RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1. Introduction

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

- a) les objectifs visés par le règlement;
- b) l'interprétation des termes et dispositions du règlement;
- c) la conformité au règlement.

1.2. Observations générales

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

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION DU RÈGLEMENT

2.1. Champ d'application

1) Le règlement s'applique aux courtiers en valeurs inscrits et aux conseillers en valeurs. Le terme « conseiller en valeurs » désigne le conseiller en valeurs inscrit et le courtier en valeurs inscrit qui fournit des conseils mais est dispensé de l'inscription à titre de conseiller. Le règlement régit certaines opérations sur titres dans lesquelles des paiements sont faits au moyen de courtages, conformément à l'article 2.1 du règlement. Le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération lorsque le prix payé pour le titre est indiqué clairement et séparément (par exemple lorsque le titre est coté ou qu'il existe un autre mécanisme indépendant de fixation du prix qui permet au conseiller de déterminer avec précision et objectivité le montant des commissions ou des frais facturés).

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

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

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

- 1) Les définitions prévues à l'article 1.1 du règlement indiquent les caractéristiques générales des « services d'exécution d'ordres » et des « services de recherche ».
- 2) Les définitions ne précisent pas la forme des services (par exemple, électronique ou sur papier), car c'est le fond qu'il faut prendre en considération pour évaluer si les critères sont respectés.
- 3) Les responsabilités du conseiller en valeurs consistent notamment à établir s'il est possible de payer un bien ou un service donné, en tout ou partie, au moyen des courtages. Pour ce faire, il doit notamment, en vertu de la partie 3 du règlement, veiller à ce que le bien ou le service corresponde à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » et qu'il soit à l'avantage de ses clients.

3.2. Services d'exécution d'ordres

- 1) En vertu de l'article 1.1 du règlement, les « services d'exécution d'ordres » comprennent l'exécution d'ordres à proprement parler ainsi que les autres biens et services directement liés à l'exécution d'ordres. Pour l'application du règlement, le terme « exécution d'ordres », comparativement à « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier ou un conseiller en valeur ayant un accès direct au marché, à l'exclusion des autres biens et services qui contribuent à l'exécution des opérations.
- 2) Pour être considérés comme directement liés à l'exécution d'ordres, les biens et services devraient généralement faire partie intégrante du processus d'exécution des opérations qui ont donné lieu au paiement des courtages. Une norme temporelle devrait être respectée pour que seuls les biens et services utilisés par le conseiller en valeurs qui sont directement liés au processus d'exécution soient considérés comme des services d'exécution d'ordres. Par conséquent, nous considérons que les biens et services directement liés au processus d'exécution devraient être fournis ou utilisés entre le moment auquel le conseiller en valeurs prend une décision d'investissement (c'est-à-dire la décision de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres) et le moment auquel l'opération est conclue. La conclusion de l'opération sur titres se produit lorsque le règlement est clair et irrévocable.
- 3) Par exemple, les services d'exécution d'ordres peuvent comprendre des conseils sur des opérations, notamment les conseils d'un courtier sur la façon, le moment ou l'endroit appropriés pour exécuter un ordre (dans la mesure où ils se rapportent à l'exécution d'un ordre précis et sont fournis après que le conseiller en valeurs a pris la décision d'investissement), des systèmes de gestion d'ordres (dans la mesure où ils aident à organiser ou effectuer les opérations), des logiciels de négociation algorithmique et des données du marché (dans la mesure où ils aident à exécuter les ordres), des analyses après les opérations portant sur des opérations antérieures (dans la mesure où elles servent à prendre une décision subséquente concernant la façon, le moment ou l'endroit appropriés pour passer un ordre) et les services de garde, de compensation et de règlement qui sont directement liés à l'ordre dont l'exécution a donné lieu au paiement de courtages.

3.3. Services de recherche

- 1) En vertu du règlement, les « services de recherche » s'entendent de conseils, d'analyses ou de rapports sur diverses questions relatives à des placements ainsi que des bases de données et des logiciels conçus pour exécuter ces services. Pour être admissibles, ces services devraient, de manière générale, traduire un raisonnement ou des connaissances et être liés aux éléments de la définition (c'est-à-dire des titres, des stratégies de portefeuille, etc.). Nous considérons également comme des services de recherche les bases

de données et les logiciels utilisés par les conseillers en valeurs pour produire des avis, des analyses et des rapports internes ou remplacer la fourniture de conseils, d'analyses et de rapports par les courtiers, dans la mesure où ils se rapportent aux éléments de la définition. En outre, pour pouvoir être liée à l'exécution d'ordres, les services de recherche devraient être fournis ou utilisés avant que le conseiller en valeurs ne prenne la décision d'investissement.

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

3.4. Biens et services à usage mixte

1) Les biens et services à usage mixte comportent certains éléments correspondant aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « services de recherche » et d'autres qui n'y correspondent pas ou ne respectent pas les dispositions de la partie 3 du règlement. Le conseiller en valeurs qui en obtient au moyen des courtages devrait répartir raisonnablement les courtages payés, en fonction de leur utilisation. Ainsi, le conseiller peut payer au moyen des courtages la partie du système de gestion d'ordres utilisée pour l'exécution d'ordres, mais il devrait payer lui-même toute partie du système qui est utilisée aux fins de la conformité, de la comptabilité ou de la tenue de dossiers.

2) Pour répartir les courtages de façon raisonnable, le conseiller en valeurs devrait faire une estimation de bonne foi étayée par une analyse factuelle de l'utilisation du bien ou service, ce qui peut nécessiter d'inférer les coûts relatifs des avantages relatifs. Les facteurs à prendre en considération peuvent être l'utilité relative du bien ou service et la durée de son utilisation à des fins autorisées ou non.

3) Le conseiller en valeurs devrait tenir des dossiers adéquats sur les répartitions.

3.5. Biens et services non autorisés

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

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

4.1. Obligations du conseiller en valeurs

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 3.1 du règlement, le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vertu duquel une partie des courtages est utilisée à d'autres fins que le paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche, au sens du

règlement. Les accords en question peuvent être officiels ou consensuels. Il peut notamment s'agir d'accords consensuels concernant les biens et services d'un courtier en valeurs offrant des services groupés exclusifs.

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

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

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

4.2. Obligations du courtier en valeurs inscrit

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

PARTIE 5 OBLIGATIONS D'INFORMATION

5.1. Destinataire de l'information

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

d'examen indépendant établi conformément à ce règlement, et s'il ne vaudrait pas mieux présenter l'information à celui-ci.

5.2. Moment de la fourniture de l'information

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

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

5.3. Information adéquate

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

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

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

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

5) Sauf indication contraire du paragraphe 2 de l'article 5.2 de la présente instruction générale, pour que l'information fournie initialement en vertu de l'article 4.1 du règlement soit considérée comme adéquate et conforme aux paragraphes *a* à *e* et *g* de cet article, le

conseiller en valeurs devrait fournir à ses clients l'information périodique la plus récente qu'il a fournie à ses clients existants.

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

5.4. Forme de l'information

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

Draft Regulation

Securities Act

(R.S.Q. c. V-1.1, s. 331.1, pars. (1), (8), (11), (16) and (34), and s. 331.2)

Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services of Research Services

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulation, the texts of which are published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services of Research Services.*

The *Policy Statement to Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services of Research Services* is also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing, before the 90-day period for this publication expires on **April 10, 2008**, to the following:

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

Further information

Further information is available from:

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4358
Toll-free: 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

January 11, 2008

Notice of Draft Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research Services and Policy Statement to Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research Services

I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing the following revised documents for a 90-day comment period:

- Draft Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research Services (Draft Regulation); and
- Draft Policy Statement to Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research Services (Draft Policy).

We seek to adopt the Draft Regulation as a rule in each of British Columbia, Alberta, Manitoba, New Brunswick, Nova Scotia, Ontario and Québec, as a Commission regulation in Saskatchewan and as a policy in each of the other jurisdictions represented by the CSA. The Draft Policy would be adopted as a policy in each of the jurisdictions represented by the CSA.

II. Background

On July 21, 2006, the CSA published the following documents for comment (collectively, the 2006 Documents)¹:

- Notice of Draft Regulation 23 102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research (“Soft Dollar” Arrangements) (2006 Notice);
- Draft Regulation 23 102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research (“Soft Dollar” Arrangements) (2006 Regulation); and
- Draft Policy Statement to Regulation 23 102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research (“Soft Dollar” Arrangements) (2006 Policy).

The CSA invited public comment on all aspects of the 2006 Documents and specifically requested comment on fifteen questions. Forty-three comment letters were received. We have considered the comments received and thank all the commenters for their submissions. A list of those who submitted comments, as well as a summary of comments and our responses to them, are attached to this Notice.

III. Recent Developments

Also in 2006, the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) issued guidance on client commission arrangements. The transition period for implementation of the SEC’s 2006 interpretive release (SEC Release)² ended early in 2007. The final rules of the Financial Services Authority³ had already taken effect by the time the 2006 Documents were published.

¹ Bulletin de l’Autorité des marchés financiers, Vol. 3, no. 29.

² The SEC Release was issued on July 18, 2006 under Exchange Act Release No. 34-54165. These were effective July 24, 2006 with a six-month transition period to January 24, 2007.

³ The FSA’s final rules were published in July 2005 in Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules. These were effective January 1, 2006 with a six-month transition period.

More recently, statements have been made by various representatives of the SEC that suggest that SEC staff continue to work on recommendations to their Commission that may help to increase transparency and improve oversight in relation to the use of client commissions. We will continue to monitor the developments in the U.S.

IV. Substance and Purpose of the Draft Regulation and Draft Policy

In response to comments received, and after further consideration by the CSA, the 2006 Documents have been materially revised. The purpose of the Draft Regulation and Draft Policy remains the same although their content has changed.

The Draft Regulation continues to provide a specific framework for the use of client brokerage commissions by advisers. It clarifies the broad characteristics of the goods and services that may be acquired by advisers with these commissions and also describes the advisers' disclosure obligations in relation to such use of client brokerage commissions.

The Draft Policy gives additional guidance regarding the types of goods and services that may be obtained by advisers with client brokerage commissions, as well as non-permitted goods and services. It also gives guidance on the disclosure that would be considered acceptable to meet the requirements of the Draft Regulation.

V. Summary of the Draft Regulation and Draft Policy

A. Common Themes from Comments on the 2006 Documents

The common themes that emerged from the comments received on the 2006 Documents were: (1) difficulties could arise regarding the application of the 2006 Regulation to principal transactions in securities where there is no independent pricing mechanism; (2) the requirements should be harmonized to the greatest extent possible with those in the U.K. and U.S., with preference for harmonization with the U.S.; (3) the proposed disclosure requirements would be difficult to meet and may not be useful to many clients; and (4) a transition period should be considered.

As noted above, we have considered the comments and have made substantive changes to the 2006 Documents (reflected in the current Draft Regulation and Draft Policy). These changes are summarized below. Several non-substantive changes have also been made in response to the comments received. These changes and the reasons for them are discussed in the attached summary of comments and responses.

B. Summary of Substantive Changes to the Draft Regulation and Draft Policy

The following summary of the substantive changes to the Draft Regulation and Draft Policy is divided into five parts: (i) application of the Draft Regulation; (ii) the definitions of order execution services and research services; (iii) the framework for client brokerage commission practices; (iv) disclosure of client brokerage commission practices; (v) transition period.

i) Application of the Draft Regulation

We are now proposing a narrower application of the Draft Regulation in response to comments regarding difficulties in meeting the requirements if the Draft Regulation were to apply to all trades in securities. These comments suggested that:

- fees associated with securities traded on a principal basis are imbedded in the price of these securities and cannot be easily measured;
- the lack of pre- and post-trade transparency in the OTC markets makes it difficult to separate the price of a security from the additional services provided; and

- consideration should be given to limiting the application of the Draft Regulation to trades in securities where an independent pricing mechanism exists in order to help harmonize with the scope of the SEC and FSA requirements.

Section 2.1 of the Draft Regulation provides that the application of the Draft Regulation will be limited to any trade in securities for an investment fund, a fully managed account, or any other account or portfolio over which an adviser exercises investment discretion on behalf of third party beneficiaries, where brokerage commissions are charged by the dealer. Additional guidance has been proposed in subsection 2.1(1) of the Draft Policy to clarify that the reference in the Draft Regulation to “client brokerage commissions” includes any commission or similar transaction-based fee charged for a trade where the amount paid for the security is clearly separate and identifiable (e.g., the security is exchange-traded, or there is some other independent pricing mechanism that enables the adviser to accurately and objectively determine the amount of commissions or fees charged).

Subsection 2.1(2) of the Draft Policy has also been added to provide clarification regarding the basis for limiting the application of the Draft Regulation, and to clarify that advisers that obtain goods and services other than order execution in conjunction with trades such as principal trades where a mark-up is charged (e.g., fixed income traded in the OTC markets), will remain subject to their general fiduciary obligations to deal fairly, honestly and in good faith with clients, but will not be able to rely on the Regulation to demonstrate compliance with those obligations.

ii) *The Definitions of Order Execution Services and Research Services*

Generally, commenters indicated that we should harmonize requirements with the U.S. and U.K. in relation to the definitions of order execution services and research services, and the interpretations of those definitions in relation to the eligibility of certain goods and services. Many of these commenters may have overlooked the differences between these two jurisdictions regarding such definitions and eligibility. Those that noted the differences favoured harmonization with the U.S.

In response to the comments received, we have made changes to the definitions and corresponding guidance. The substantive changes relate to the following:

- The temporal standard for order execution services;
- The definition and characteristics of research services; and
- Views on the eligibility of various specific goods and services.

a) *The temporal standard for order execution services*

There were no changes made to the proposed definition of order execution services. The definition remains consistent with that contained in the existing OSC Policy 1.9 and AMF Policy Statement Q-20⁴ (Existing Provisions). However, we have made amendments to clarify the proposed temporal standard for order execution services in light of various comments received, which included suggestions that “order execution services” start from the point at which an order life cycles begins (after the investment decision is made), and would generally include those goods and services that are used to decide how, when or where to place an order or effect a trade.

Comments received in relation to questions asked on the eligibility of specific goods and services also indicated that different interpretations of the starting point for the temporal standard exist. For example, comments received relating to the eligibility of post-trade analytics indicated that some parties considered certain uses to be “order execution

⁴ AMF Policy Statement Q-20 gained the force of a rule in June 2003 through Section 100 of *An Act to amend the Securities Act* (S.Q. 2001, chapter 38).

services” while others considered those same uses to be “research services”. This may have been a result of the temporal standard proposed in the 2006 Documents that started at the point after which an adviser makes an investment or trading decision, but did not provide any further clarification as to delineation.

As a result, section 3.2 of the Draft Policy has been revised and now proposes a temporal standard for order execution services which would generally include goods and services provided or used between the point at which an adviser makes an investment decision (i.e., the decision to buy or sell a security) and the point at which the resulting securities transaction is concluded.

We have also amended the definition of “research services”⁵ in the Draft Regulation by removing reference to “the advisability of effecting securities transactions in securities” and replacing it with language that is intended to help to avoid any future misinterpretation of the proposed temporal standard.

We think that clarifying the starting point for the temporal standard for order execution services would help to ensure consistency in the categorization of goods and services involved in the execution process regardless of the extent to which the adviser relies on the dealer for execution decisions, or contributes to or makes these decisions itself.

While we believe the temporal standard may be different from that included in the SEC Release⁶, we do not believe the difference would cause any issues regarding the eligibility of particular goods or services between jurisdictions. Rather, this should only result in differences in how an eligible good or service has been categorized between the two jurisdictions; for example, a good categorized as research under the SEC’s temporal standard might be categorized as order execution services under the Draft Regulation.

Question 1: What difficulties might be caused by a temporal standard for order execution services that might differ from the standard applied by the SEC, especially in the absence of any detailed disclosure requirements in the U.S.? In the event difficulties might result, do these outweigh any benefit from having a temporal standard that results in consistent classification of goods and services based on use?

b) *The definition and characteristics of research services*

We have made substantive changes to both the definition of research services and the associated guidance as a result of comments received regarding the 2006 Documents. These comments included that the characteristics of research services proposed, combined with the proposed obligation for advisers to ensure that research received adds value to investment or trading decisions, do not allow for eligibility of those goods and services that might not contain the specific proposed characteristics, or may not on their own add value to the investment trading decision, but do add value when used by an adviser as an input to its own analyses and research processes. We also re-examined whether an approach more consistent with that taken in the SEC Release, which places more focus on the use of the goods and services, should be adopted.

As a result, the following substantive changes were made:

- The proposed guidance included in section 3.3 of the Draft Policy was revised to reduce the focus on the characteristics of research.
- The obligation proposed in paragraph 3.1(2)(b) of the 2006 Regulation for the adviser to ensure that research services add value to the investment decision was also removed in conjunction with amendments to place more focus on the use of goods and

⁵ The term “research services” replaces the term “research” used in the 2006 Regulation and 2006 Policy.

⁶ For its temporal standard, the SEC Release states that “brokerage begins when the money manager communicates with the broker-dealer for the purpose of transmitting an order for execution and ends when funds or securities are delivered or credited to the advised account or the account holder’s agent” (SEC Release, pp. 40-41).

services for determining eligibility for payment with client brokerage commissions. (Other reasons also contributed to the removal of this obligation and these are discussed below in the section: The Framework for Client Brokerage Commission Practices.)

c) *Views on the eligibility of certain goods and services*

We considered and re-examined the eligibility, as research services, of goods and services such as raw market data, proxy-voting services, and mass-marketed or publicly-available information or publications, and the eligibility, as order execution services, of order management systems and post-trade analytics. In response to comments, we also considered the eligibility of other goods and services such as seminars, telephone / data communication lines, expert opinions, pre-trade analytics, as well as databases and software.

Commenters provided various compelling reasons for why certain goods and services should be considered eligible, whether as order execution services or research services. These reasons generally included a concern relating to not being harmonized with the views in the SEC Release.

As a result, we have made the following substantive changes:

- The proposed definition of “research services” in the Draft Regulation now includes databases and software to the extent they are designed mainly to support the other services referred to in the proposed definition of “research services”, as is currently included in the definition of “investment decision-making services” in the Existing Provisions.
- The proposed guidance in subsections 3.2(3) and 3.3(2) of the Draft Policy, which provide examples of goods and services that might be considered order execution services and research services, respectively, has been amended.
- The proposed guidance in section 3.5 of the Draft Policy, which provides examples of goods and services that we would consider to be clearly outside the permitted goods and services under the Draft Regulation, has been amended.

The summary of comments and our responses included at Appendix “A” provide more information regarding our views on various specific goods and services, and the reasons for the amendments made or not made to the Draft Policy.

We emphasize that it is not feasible to attempt to include in the Companion Policy a comprehensive list of all possible goods and services that might be considered eligible as order execution services or research services. The examples proposed are intended solely to help an adviser with its assessment of whether a good or service meets the definition of order execution services or research services. Even if certain goods or services were specifically mentioned in a final Companion Policy, the adviser would still have to meet the obligations under Part 3 of the Draft Regulation in order to be able to justify its use of client brokerage commissions as payment for those goods or services.

iii) *The Framework for Client Brokerage Commission Practices*

In response to comments received, we have also made changes to the obligations proposed for advisers that use client brokerage commissions as payment for order execution services or research services. The substantive changes relate to the following:

- The relationship between the use of goods and services and the obligation to ensure such use is for the benefit of the client(s);
- The relationship between benefits received and particular clients;
- The ability to assess value received in relation to value paid; and

- Unsolicited goods and services.

There were no significant comments received relating to a dealer's obligations under the 2006 Regulation that resulted in substantive changes.

a) *The relationship between the use of goods and services and the obligation to ensure such use is for the benefit of the client(s)*

As noted earlier in this notice, we have made amendments to the proposed definition and characteristics of research services in order to place more focus on the use of the goods and services for determining whether payment could be made for these with client brokerage commissions.

In conjunction with these amendments, we reassessed the general framework for the use of client brokerage commissions. Paragraph 3.1(2)(a) of the Draft Regulation continues to require an adviser that uses client brokerage commissions as payment for order execution services or research services to ensure that the services benefit the client(s).

Additional guidance has also been proposed in subsection 4.1(2) of the Draft Policy that indicates that in order to benefit a client, the goods and services obtained should be used in a manner that provides appropriate assistance to the adviser in making investment decisions, or in effecting securities transactions. The guidance also indicates that the adviser should be able to demonstrate how the goods and services paid for with client brokerage commissions are used to provide appropriate assistance.

Further, as a result of changes made to the proposed guidance regarding the characteristics of research services, and because of the refocus of the proposed framework towards the use of the goods and services, we have also removed the obligation proposed in the 2006 Regulation requiring the adviser to ensure that the research received adds value to investment or trading decisions. We believe that the additional proposed guidance relating to the use of goods and services in a manner that provides appropriate assistance should be sufficient.

b) *The relationship between benefits received and particular clients*

In order to clarify that it is not our intention to require advisers to ensure that a direct connection exists between each specific good or service received and particular clients, we have made amendments to the proposed guidance.

Subsection 4.1(3) has been added to the Draft Policy to acknowledge that a specific order execution service or research service may benefit more than one client, and may not always directly benefit each particular client whose brokerage commissions were used as payment for the particular service. The proposed guidance also indicates that advisers should have adequate policies and procedures in place to ensure that all clients whose brokerage commissions were used as payment for these goods and services have received fair and reasonable benefit from such usage.

c) *The ability to assess value received in relation to value paid*

We considered those comments that suggested it might be difficult to ensure that the amount of client brokerage commissions paid is reasonable in relation to the value of goods and services received when there is a lack of cost information provided by dealers that bundle goods and services with order execution. We also considered those suggestions of adopting the SEC approach by instead requiring that a good faith determination be made of the reasonableness of the amounts paid.

We have therefore amended subsection 3.1(2) of the Draft Regulation to now propose that the adviser must ensure that a good faith determination has been made that the

amount of client brokerage commissions paid is reasonable in relation to the value of the order execution services or research services received. Additional guidance has been proposed in subsection 4.1(4) of the Draft Policy regarding how the adviser might make this determination, including that the determination can be made either with respect to a particular transaction or the adviser's overall responsibilities for client accounts.

d) *Unsolicited goods and services*

From the comments received, we note that a level of uncertainty exists regarding the treatment under the Draft Regulation of unsolicited goods and services, and of access to goods and services provided by dealers, when the goods and services provided or offered are either not eligible under the Draft Regulation or not used by the adviser. We also note concerns associated with the lack of control over what goods and services a dealer might send or provide access to in return for client brokerage commissions.

To address these concerns, we have proposed guidance in subsection 4.1(4) of the Draft Policy to clarify that the relevant measure for any good faith determination under paragraph 3.1(2)(b) of the Draft Regulation is the reasonableness of the client brokerage commissions paid in relation to the goods and services received and used by the adviser. This means an adviser that, by virtue of paying client brokerage commissions, is provided with access to goods and services, or receives goods or services on an unsolicited basis and does not use such goods and services, will not be considered to be in violation of this obligation if it does not include these in its assessment of value received in relation to commissions paid. The proposed guidance also indicates that if an adviser uses the goods or services, or considers their availability a factor when selecting dealers, the adviser should include these in its assessment.

We think this approach could also be extended to the situation when an adviser is making allocations with respect to a mixed-use good or service. We would not expect an adviser to allocate cost to, and pay with its own funds for, an ineligible portion of a good or service received on an unsolicited basis that was not used. However, the adviser would still have the obligation to make a good faith determination that the amount of client brokerage commissions paid was reasonable in relation to the value of the eligible portion of that good or service received.

iv) *Disclosure of Client Brokerage Commission Practices*

Numerous comments were received in relation to the disclosure proposed in the 2006 Regulation. There were a number of arguments received for why the detailed proposed disclosure would be overly onerous to produce, and why it might be of questionable use to clients. However, we maintain the view that additional disclosure relating to the use of client brokerage commissions is necessary in order to increase the transparency to clients regarding such use, to help clients understand the services they are receiving, and to ensure appropriate rigour in the processes of all advisers.

To respond to the comments, though, we have made changes to the proposed disclosure requirements that we think provide an appropriate balance between the need for transparency and accountability, the associated burden and costs that might be imposed on advisers, and the aim for consistency with disclosure in the U.S. The substantive changes relate to the following:

- Clarification of the meaning of "client" for purposes of disclosure;
- The scope of the proposed narrative disclosure;
- The scope of the proposed quantitative disclosure; and
- Additional details to be maintained and made available upon request.

We do not believe any changes are necessary in relation to the form or frequency of disclosure.

a) *Clarification of the meaning of “client” for purposes of disclosure*

As a result of the uncertainty evident from the comments regarding the meaning of “client” for purposes of disclosure, we have proposed guidance in section 5.1 of the Draft Policy to clarify that the recipient of the disclosure should typically be the party with whom the contractual arrangement to provide advisory services exists. For example, for an adviser to an investment fund, the client would typically be considered the fund, unless the adviser is also the trustee and/or the manager of the fund, or is an affiliate of the trustee and/or manager of the fund, in which case the adviser should consider whether its relationship with the fund presents a conflict of interest matter under Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds that requires review by the Independent Review Committee established in accordance with that regulation, and whether it would be more appropriate for the disclosure to be made instead to the Independent Review Committee.

b) *The scope of the proposed narrative disclosure*

We have revised the proposed disclosure requirements to increase the scope of the narrative disclosure to be provided so that clients will be better able to understand how their brokerage commissions are used by advisers as payment for goods and services other than order execution.

In formulating the new proposed narrative disclosure requirements we considered the suggestions received from commenters, and re-examined the current narrative disclosure included in Part II of the SEC’s Form ADV and in the Investment Management Association’s Pension Fund Disclosure Code.

The narrative disclosure requirements proposed in paragraphs 4.1(a) through (e) of the Draft Regulation would essentially maintain requirements proposed in the 2006 Regulation for disclosure of the nature of the arrangements entered into relating to the use of client brokerage commissions as payment for order execution services or research services, as well as disclosure of the names of dealers and third parties that provided goods and services other than order execution, and the types of goods and services provided. However, we have also proposed that each dealer or third party named through this disclosure that is an affiliated entity should be separately identified, along with separate disclosure of the types of goods and services provided.

Additional narrative disclosure requirements that we have proposed include a description of the process for, and factors considered in, selecting dealers to effect securities transactions; the procedures for ensuring that, over time, clients receive reasonable benefit from the usage of the brokerage commissions charged to them; and the methods by which the determination of the overall reasonableness of client brokerage commissions paid in relation to order execution services and research services received is made.

Additional proposed guidance to help the adviser understand the expectations with respect to the proposed narrative disclosure requirements is included in subsections 5.3(2) and (3) of the Draft Policy.

c) *The scope of the proposed quantitative disclosure*

We have also revised the proposed disclosure requirements by decreasing the scope of the quantitative disclosure that was proposed in the 2006 Regulation. As an initial step in increasing accountability and transparency through quantitative disclosure, we have proposed in paragraph 4.1(f) of the Draft Regulation to reduce the client-level quantitative disclosure requirements to disclosure of the total client brokerage commissions paid by the client during the period. In addition, in paragraph 4.1(g) of the Draft Regulation we have

proposed requiring disclosure on an aggregated basis of the total client brokerage commissions paid during the period, along with a reasonable estimate of the portion of those aggregated commissions that represents the amounts paid, or accumulated to pay for, goods and services other than order execution. Guidance has also been proposed in subsection 5.3(4) of the Draft Policy in relation to the level of aggregation of client brokerage commissions for these disclosure purposes. The proposed guidance allows advisers flexibility to determine the appropriate level of aggregation based on their business structure and client needs.

We believe the quantitative disclosure proposed is consistent with that currently required to be made by investment funds to clients under NI 81-106, except that the proposed disclosure requires the adviser to make a reasonable estimate of the amounts paid or accumulated to pay for goods and services other than order execution, as opposed to requiring disclosure of these amounts to the extent ascertainable.⁷

We are also of the view that the scope of the quantitative disclosure requirements currently being proposed should not create any unreasonable burden on advisers, or that any apparent lack of harmonization between the quantitative disclosure requirements in the Draft Regulation and those currently required in the U.S. and U.K. will cause any significant issues. Regardless, we will continue to monitor the developments in the U.S., including whether amendments to their disclosure regime are proposed, and are prepared to revisit the approach we have taken at that time.

Question 2: What difficulties might be encountered by requiring the estimate of the aggregated commissions to be split between order execution and goods and services other than order execution? What difficulties might be encountered if instead the requirement was for the aggregate commissions to be split between research services and order execution services?

Question 3: As order execution services and research services are increasingly offered in a cross-border environment, should the Draft Regulation allow an adviser the flexibility to follow the disclosure requirements of another regulatory jurisdiction in place of the proposed disclosure requirements, so long as the adviser can demonstrate that the requirements in that other jurisdiction are, at a minimum, similar to the requirements in the Draft Regulation? If so, should this flexibility be solely limited to quantitative disclosure given that the issues associated with differences in quantitative disclosure requirements between regulatory jurisdictions are likely greater than the problems associated with differences in narrative disclosure requirements? In addition, should there be limitations on which regulatory jurisdictions an adviser may look to for purposes of identifying suitable alternative disclosure requirements and, if so, which jurisdictions should be considered eligible and why?

d) *Additional details to be maintained and made available upon request*

We have removed the requirement proposed in subsection 4.1(2) of the 2006 Regulation that would have required the adviser to maintain specifics about each good or service received in the event that a client were to make a request for such information. We are of the view that disclosure of the provider names and types of goods and services currently proposed under paragraph 4.1(c) of the Draft Regulation should generally provide clients with sufficient detail relating to the specific goods and services paid for with client brokerage commissions.

Despite removal of this explicit requirement, advisers are reminded of the general requirement to maintain adequate books and records in order to be able to demonstrate compliance with the Draft Regulation.

v) *Transition Period*

⁷ Consideration will be given to the need for harmonization between the disclosure requirements in the Draft Regulation and those in the regulations governing disclosure by investment funds.

In response to commenter concerns regarding the need to include a transition period, in particular those concerns relating to the need for time to meet the disclosure requirements proposed in the 2006 Regulation, we have proposed an effective date for the Draft Regulation of six months from its approval date. This is included in section 6.1 to the Draft Regulation.

We believe that the amendments made to Draft Regulation since those proposed in the 2006 Regulation, including the removal of some of the more onerous reporting requirements, should address many of the commenter concerns, and therefore a longer transition period should not be needed.

Question 4: Should a separate and longer transition period be applied to the disclosure requirements to allow time for implementation and consideration of any future developments in the U.S.? If so, how long should this separate transition period be?

VI. Specific Requests for Comments

In summary, we specifically request comment on the following issues:

Question 1:

What difficulties might be caused by a temporal standard for order execution services that might differ from the standard applied by the SEC, especially in the absence of any detailed disclosure requirements in the U.S.? In the event difficulties might result, do these outweigh any benefit from having a temporal standard that results in consistent classification of goods and services based on use?

Question 2:

What difficulties might be encountered by requiring the estimate of the aggregated commissions to be split between order execution and goods and services other than order execution? What difficulties might be encountered if instead the requirement was for the aggregate commissions to be split between research services and order execution services?

Question 3:

As order execution services and research services are increasingly offered in a cross-border environment, should the Draft Regulation allow an adviser the flexibility to follow the disclosure requirements of another regulatory jurisdiction in place of the proposed disclosure requirements, so long as the adviser can demonstrate that the requirements in that other jurisdiction are, at a minimum, similar to the requirements in the Draft Regulation? If so, should this flexibility be solely limited to quantitative disclosure given that the issues associated with differences in quantitative disclosure requirements between regulatory jurisdictions are likely greater than the problems associated with differences in narrative disclosure requirements? In addition, should there be limitations on which regulatory jurisdictions an adviser may look to for purposes of identifying suitable alternative disclosure requirements and, if so, which jurisdictions should be considered eligible and why?

Question 4:

Should a separate and longer transition period be applied to the disclosure requirements to allow time for implementation and consideration of any future developments in the U.S.? If so, how long should this separate transition period be?

VII. Authority for the Draft Regulation

In those jurisdictions in which the Draft Regulation is to be adopted as a rule or regulation, the securities legislation in each of those jurisdictions provides the securities

regulatory authority with rule-making or regulation-making authority in respect of the subject matter of the Draft Regulation.

VIII. Related Regulations

The Draft Regulation and Draft Policy are related to the Existing Provisions. The AMF and OSC intend to revoke the Existing Provisions and to replace them with the Draft Regulation and the Draft Policy, if and when adopted. The revocation of the Existing Provisions is not intended to take effect until the effective date of the Draft Regulation.

IX. Alternatives and Anticipated Costs and Benefits

Most of the alternatives considered, and the anticipated costs and benefits of implementing the Draft Regulation, are discussed in the cost-benefit analysis entitled *Cost-Benefit Analysis: Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services and Research*. An updated cost-benefit analysis is being published in the OSC Bulletin.

An additional alternative was proposed by the British Columbia Securities Commission (BCSC) with the 2006 Notice. The BCSC suggested that the existing duty for advisers to act fairly, honestly and in good faith, together with guidance and the use of other regulatory tools including compliance reviews and education, would be an appropriate way to regulate client brokerage commission arrangements. Although the BCSC is participating in this republication, the BCSC Board has not yet decided whether the BCSC will adopt the Draft Regulation. The BCSC looks forward to reviewing further comments in response to the Draft Regulation.

X. Unpublished Materials

In developing the Draft Regulation, we have not relied on any significant unpublished study, report, or other material.

XI. Comments and Questions

Interested parties are invited to make written submissions with respect to the Draft Regulation, Draft Policy, and the specific questions set out in this notice. Please submit your comments in writing before April 10, 2008.

Submissions should be sent to all securities regulatory authorities listed below, in duplicate, as indicated below:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Securities Commission
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 New Brunswick Securities Commission
 Securities Office, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Registrar of Securities, Northwest Territories
 Registrar of Securities, Nunavut
 Registrar of Securities, Yukon Territory

Deliver your comments only to the addresses that follow. Your comments will be forwarded to the remaining CSA member jurisdictions.

M^c Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers

800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Fax : 514-864-6381
 E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 Suite 1903, Box 55
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

A diskette containing the submissions should also be submitted. As securities legislation in certain provinces requires a summary of written comments received during the comment period be published, confidentiality of submissions cannot be maintained.

Questions may be referred to:

Susan Greenglass
 Ontario Securities Commission
 416-593-8140

Jonathan Sylvestre
 Ontario Securities Commission
 416-593-2378

Tony Wong
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6764

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

Doug Brown
 Manitoba Securities Commission
 204-945-605

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337 x 4358

January 11, 2008

Draft Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research (“soft dollar” arrangements) and Policy Statement to Regulation 23-102

Summary of Comments and Responses

I. Response to Questions

Question 1: Should the application of the Draft Regulation be restricted to transactions where there is an independent pricing mechanism (e.g., exchange-traded securities) or should it extend to principal trading in OTC markets? If it should be extended, how would the dollar amount for services in addition to order execution be calculated?

The majority of commenters were of the view that the Draft Regulation should be restricted to transactions where there is an independent pricing mechanism (exchange-traded securities). The reasons given were as follows:

- the fees associated with securities traded on a principal basis (such as fixed income securities) are imbedded in the price of these securities, cannot be easily measured, and the increased costs associated with the enhanced record-keeping needed to separate execution-only and research costs would not be justified given the lack of precision in the data;
- the lack of pre- and post-trade transparency in the OTC markets makes it difficult to separate the price of a security from the additional services provided;
- it is difficult or impossible to break out the commissions from the total transaction costs for securities traded on a principal basis;
- as long as commissions are not explicitly delineated by dealers, advisers will have to make their own estimates that will likely differ and lead to inconsistent disclosure;
- it is important to remain as consistent as possible with the FSA (whose requirements apply only to equities and related instruments) and the SEC (whose requirements apply to commissions on agency transactions and fees on certain riskless principal transactions that are reported under NASD trade reporting rules);
- it would be especially difficult to break down commissions for foreign fixed income securities because dealers in those countries are not be subject to the same requirements; and
- for securities traded on a principal basis there is limited scope for research and other services besides pure execution, so there is little value in “unbundling” the cost of execution in that case.

A few commenters, however, thought that transactions done on a principal basis should also be included in the scope of the Draft Regulation, for the following reasons:

- soft dollar information should not be hidden from investors because of the type of product, transaction or market;
- there are proprietary broker-based fixed income research services paid for via the commissions implicit in bond spreads, and the calculation of the dollar amount is straightforward: that is, dealers place specific prices on each research service, and after the execution of the trade has been agreed to, an extra amount is added and identified as a research service payment;
- if principal transactions are excluded from the Draft Regulation, unscrupulous advisers with both fixed income and equity mandates may shift non-eligible expenses defined by the regulation from equity soft dollars towards soft dollars related to principal transactions; and
- it is unfair to closely monitor commission expenditures in public markets and not OTC markets; at the very least, participants in OTC markets should begin to disclose the amount and type of goods and services procured through the dealers.

However, there was acknowledgement of the difficulty in determining the dollar amount for bundled services received in conjunction with principal trades. Some commenters

suggested that, if a decision is made to expand the applicability of the Draft Regulation beyond transactions where there is an independent pricing mechanism, it should apply to any transaction where a transaction-based fee can be determined or reasonably estimated.

Response:

We agree that the lack of transparency regarding fees imbedded in the price of trades conducted on a principal basis in the OTC markets makes measurement of those fees difficult. The application of the Draft Regulation is limited to certain trades in securities where brokerage commissions are charged. We have amended the guidance in the Draft Policy to clarify that the reference to “client brokerage commissions” includes any commission or similar transaction-based fee charged for a trade where the amount paid for the security is clearly separate and identifiable (e.g., the security is exchange-traded, or there is some other independent pricing mechanism that enables the adviser to accurately and objectively determine the amount of commissions or fees charged).

The Draft Policy also clarifies that advisers that receive goods and services other than order execution in conjunction with trades such as principal trades where a mark-up is charged (e.g., fixed income traded in the OTC markets), will remain subject to their general fiduciary obligations to deal fairly, honestly and in good faith with clients, but will not be able to rely on the Draft Regulation to demonstrate compliance with those obligations. An adviser could likely apply many of the principles outlined in the Draft Regulation and Draft Policy in these situations to assess whether its general fiduciary obligations have been met, but this assessment may be more difficult and less supportable when information is not readily available to assist with a determination of value received for value paid (e.g., the security is not exchange-traded, or there is no other independent pricing mechanism to help identify the amount paid for the security versus the amount paid for execution plus any other services).

Question 2: What circumstances, if any, make it difficult for an adviser to determine that the amount of commissions paid is reasonable in relation to the value of goods and services received?

The majority of respondents thought that the main difficulty in assessing the reasonableness of the commissions paid relative to the value of goods and services received for transactions involving execution and research was the lack of information provided by dealers on the cost components of bundled services. Some noted that, unless dealers are required to unbundle execution charges from charges for proprietary research, any attempt by advisers to determine the costs of execution and research, and whether they are reasonable in relation to the value of goods and services rendered, is merely an estimate.

One commenter, however, anticipates that the 2006 Regulation would cause “execution-only” trades to become more commonplace; in which case, industry norms would evolve as to what represents a competitive “execution-only” commission, and there will be far greater clarity as to the price being paid for goods and services relative to their value. Another commenter supported the view that “execution-only” trades may become more commonplace as total research costs come under more scrutiny, and limits are placed on the total spent for research.

Other reasons supporting the difficulty in assessing the reasonableness of value received for commissions paid included:

- while theoretical pure execution costs may be determined for a particular trade, the value of research is dependent upon the specific nature of the services provided and the circumstances under which it is provided;
- it would be difficult to determine reasonableness for an adviser that is small or just starting up, and/or if an adviser tends to execute transactions with only one dealer;
- there is a continuum of service levels ranging from low service direct market access to low to medium service algorithmic trading, to high-service execution involving liquidity search, monitoring and reporting the status of an order, feedback,

execution advice and the provision of capital, all of which require different commission rates;

- in almost all cases, research received by an adviser is used for the benefit of more than one client, and a specific allocation of the benefits of research to one client would be nearly impossible;
- dealers often send advisers unsolicited research that is not used by the adviser; receipt of such research should not imply that the adviser is using commissions to pay for it; and
- advisers consider the reasonableness of commissions paid to dealers over time, and in context of the overall business relationship, not on the basis of individual trades.

In conjunction with the comments regarding the difficulties in determining whether commissions paid are reasonable in relation to the goods and services received, some commenters suggested that an approach consistent with that of the SEC, as described in their July 2006 Release should be taken: i.e. advisers should be required to make a good faith determination that commissions paid are reasonable in relation to the value of the research or brokerage services received, either in terms of the particular transaction or the manager's overall responsibilities for discretionary accounts.

Three commenters suggested that use of a robust independent commission management system would help monetize the value of bundled research or execution services paid for with commissions. They noted that new software solutions for evaluating soft dollar arrangements would help buy-side firms quantify the services received from dealers without additional administrative burden.

Response:

We understand the concerns relating to the difficulties in determining if commissions are reasonable in relation to the order execution services and research services received, particularly in relation to bundled services. We still think it is important for an adviser to make a determination of whether the value of the goods and services received is reasonable in relation to clients' commissions paid to help ensure that clients are receiving adequate value.

We have made changes to the Draft Regulation to require the determination to be made in good faith, and to the Draft Policy to clarify that such a determination could be made in terms of either a particular transaction or the adviser's overall responsibilities for client accounts.

Question 3: What are the current uses of order management systems? Do they offer functions that could be considered to be order execution services? If so, please describe these functions and explain why they should, or should not, be considered "order execution services"?

Some respondents indicated that order management systems (OMSs) and order execution/execution management systems have become so intertwined that it is difficult to separate the order management system from the execution process.

Various respondents provided examples of the current uses of order management and order execution / execution management systems. In general, commenters indicated that these systems track the progress of an order from its initiation to completion. More specific examples included:

- modeling trades / execution strategies and portfolios;
- order entry, routing and messaging;
- collection of orders for multiple point entry;
- bulking of smaller orders;
- order and trade allocation;
- direct contact from the advisers to the trading desk;
- algorithmic trading functions and direct market access;

- analytic tools to assist in the investment decision-making process, including pre- and post-trade analytics;
- facilitating the expediency of the execution process;
- analyzing portfolio strategies;
- evaluating execution quality;
- post-trade matching;
- routing of settlement instructions;
- report generation;
- security-master information;
- compliance;
- portfolio administration; and
- record keeping.

The majority of commenters generally agreed that OMSs contain portions that are used to assist in the order execution process that should be considered order execution services, such as:

- modeling trades and execution strategies;
- order routing and messaging;
- direct market access and algorithmic trading functions; and
- settlement functions such as post-trade matching, and the routing of settlement instructions to custodian banks and clearing agents.

Others added that portions of OMSs could be considered research to the extent they assist in the investment decision making process. Examples included:

- market data integration tools;
- analytic tools; and
- portfolio and strategic modeling tools.

One commenter suggested that features such as managing trade allocations, monitoring portfolio risk, or certain compliance features should qualify for soft dollar reimbursement, but should be judged on their individual characteristics as to whether they are execution or research oriented.

Many of the commenters also indicated that there are portions of OMSs that are used for administrative purposes which should not be eligible, such as compliance, accounting and recordkeeping functions.

A few commenters were of the view that OMSs should not qualify as order execution services. The reasons were:

- since the main trading function of an OMS is routing orders to venues, platforms and sell-side participants which provide order execution, the functionality that improves the quality of order execution typically resides outside of the OMS and the primary benefits of OMSs accrue to the investment manager and not the asset owners;
- tools of the trade such as the basic hardware, software, reports, communication links and other resources needed to competitively and compliantly run a contemporary mutual fund should not be considered order execution services and the costs should be paid for through the management fee;
- order management services provide a strategic advantage to firms that use them, and should therefore not be paid using client brokerage commissions.

Response:

We agree with commenters that order and execution management systems can include functions that could be considered either order execution services or research services. For example, to the extent that they provide analytic and modeling tools used in the research process, or are used to assist in arranging or effecting a securities transaction, these portions may be eligible providing the adviser meets its obligations under Part 3 of the Draft Regulation.

We also think that it would be difficult to argue that the portions of these systems used for administrative functions such as compliance, accounting and recordkeeping would sufficiently benefit the client by providing appropriate assistance in making investment decisions, or in effecting securities transactions, to justify their payment with client brokerage commissions. As a result, we think these systems would generally be considered mixed-use in nature.

Question 4: Should post-trade analytics be considered order execution services? If so, why?

The majority of commenters thought post-trade analytics should be considered order execution services for the following reasons:

- assessment of past trading is a key part of the process of achieving best execution;
- they aid an adviser in making future decisions about how trades should be allocated among the brokers who provide execution services and the method of execution that is most appropriate (e.g. trader-managed; agency/principal blocks; algorithms; direct market access, etc.);
- they can influence how, when and where an adviser decides to trade;
- post-trade analytics are a key part of how an adviser reviews the order execution process and improves it – through analysis of past trades to uncover problems in, or validate, a trading strategy, execution method or venue, dealer capabilities, etc; and
- they are all part of a continuous process, and a key part of analyzing the indirect or slippage costs within the trading process.

A number of respondents believed that post-trade analytics should be considered research. The reasons were:

- they are received and considered by the adviser before making further trading decisions, even if they are received after certain trades have been concluded;
- they include information about how well a broker conducted a particular transaction or series of transactions for an investment manager, as well as advice on liquidity and market-related timing, negotiation of the terms of a trade and other aspects of order handling;
- they assist advisers in assessing trading effectiveness;
- they assist in achieving best execution for clients; and
- they feed into an adviser's trading decisions and help promote competition between execution platforms.

One commenter noted that post-trade analytics are more properly characterized as research than order execution services, and that even though post-trade analytics are received after certain trades have been concluded, they should be considered research to the extent they help determine a subsequent investment or trading decision.

A number of commenters noted that post-trade analytics should be mixed-use products because they contain components that do not assist in making subsequent decisions, and are not received during either of the temporal standards contemplated for research or order execution services. For example, some of these commenters noted that post-trade analytics should not be eligible for payment with client commissions when used to evaluate portfolio performance for marketing purposes, recordkeeping, administrative and compliance purposes.

Response:

Many of the reasons given by commenters for why post-trade analytics might be considered order execution services are the same as those given in support of their eligibility as research services. This appears to be a result of differing interpretations of the temporal standard for order execution services. We have made amendments to the definition of research services in the Draft Regulation and to the guidance in the Draft Policy that should serve to clarify that the temporal standard for order execution services starts after the adviser has made its investment decision (i.e., the decision to buy or sell a security).

The amendments made would therefore allow for consideration of post-trade analytics as order execution services to the extent they are used to determine a subsequent decision of how, when or where to place an order or effect a trade. These amendments relating to the temporal standard are discussed in more detail later in Section II of this response to comments.

As suggested by the guidance provided in the Draft Policy, we also think that to the extent that post-trade analytics are used for administrative or compliance purpose, it would be difficult for an adviser to argue that these uses provide appropriate assistance, and to therefore justify paying for these portions with client brokerage commissions. As a result, we think post-trade analytics would generally be considered mixed-use in nature.

Question 5: What difficulties, if any, would Canadian market participants face in the event of differential treatment of goods and services such as market data in Canada versus the U.S. or the U.K.?

The overwhelming majority of commenters thought that the Canadian approach should be harmonized with the U.S. and U.K. approaches. The following reasons were given:

- adopting conflicting regulatory requirements would put Canada at a severe competitive disadvantage and encourage regulatory arbitrage;
- while a foreign adviser will be able to use commissions to pay for certain services, the Canadian adviser will have to absorb those costs as fixed-costs or by charging an increased fee; this may result in loss of business for Canadian advisers and any long term-decline in profitability will encourage Canadian advisers to move to other jurisdictions where the regulatory regime does not impair their ability to compete;
- if raw data feeds are excluded for Canadian advisers and not U.S. advisers, quantitative money managers in Canada would suffer a disadvantage compared to their U.S. counterparts because their data would cost more; they will have to charge higher investment management fees to international and U.S. clients than their U.S. peers, which will result in the loss of non-Canadian clients;
- if an inconsistent approach is taken, firms with offices in multiple jurisdictions would have to choose between adopting the strictest standards for all offices or suffering the inconvenience and costs of having different processes applicable to different clients' commission dollars, depending on the jurisdiction;
- differential treatment will result in additional costs for advisers in Canada who use sub-advisers in the U.S. or the U.K., as the sub-advisers will be forced to pay for the development of systems required to track the information required by Canadian regulators; and
- as Canadian mutual funds increase their holdings in foreign securities, now that the foreign content restrictions on RRSPs have been lifted, they increase their reliance on non-Canadian sub-advisers; inconsistent rules would make it difficult or nearly impossible for foreign firms to comply with Canadian rules, and foreign advisers may decide that dealing with Canadian advisers is more trouble than it is worth, effectively reducing Canadian access to necessary international expertise when it is needed most.

A number of commenters acknowledged that differences exist between the U.S. and the U.K. regulation, and noted that it is more important to harmonize the Canadian requirements regarding soft dollars with the U.S., for the following reasons:

- Canadian market participants are more familiar with U.S. standards;
- the SEC approach of focusing on how a given good or service is being used by the adviser is a preferable basis for determining eligibility for payment with soft dollars, rather than the detailed and complex categorization underlying U.K. rules;
- U.S. advisers are Canadian advisers' true competition for institutional investment management;
- U.S. domiciled advisers that work on behalf of Canadian funds and institutional clients would have a significant advantage under the Draft Regulation as they would be able to pay for additional items (e.g. raw data feeds) with commission dollars (Canadian advisers would have to pay for these services from their operating

budget, leading to lower management fees for U.S. advisers and a flight of capital away from Canadian advisers); and

- Canadian market participants that engage in cross-border business will likely try to ensure that their practices comply with SEC requirements.

Response:

We think that those commenters that suggested we harmonize our requirements with the requirements and guidance of both the U.S. and U.K. may have overlooked the differences between the requirements and guidance items in these two jurisdictions which precludes harmonizing with both. These differences were highlighted in our notice that accompanied the 2006 Regulation.

We agree that harmonization with other jurisdictions is appropriate to the extent it is justifiable in our view to do so and are aware of the importance of harmonizing with the requirements and guidance in the U.S. We have taken all the comments into consideration and have made amendments to the Draft Regulation to harmonize requirements with those in the U.S. to the extent it is justifiable to do so.

Question 6: Should raw market data be considered research under the Draft Regulation? If so, what characteristics and uses of raw market data would support this conclusion?

The majority of the commenters were of the opinion that raw market data should be considered research. Reasons given included that:

- raw market data is used to evaluate research generated by others;
- raw market data is a valuable input to advisers that perform their own research, whether on a general basis, or if used in quantitative models and for back-testing of those models;
- quantitative managers and advisers that perform their own research would be put at a competitive disadvantage if they cannot pay for raw market data to use as an input for their own research, compared to advisers that use commission dollars to purchase others' research based on the same market data; and
- allowing raw market data to be considered research would be consistent with the position taken by the SEC, and would ensure a level playing field between U.S. and Canadian managers.

In addition, some commenters stated that the proposed definition and guidance regarding research are inadequate as research does not need to contain original thought, and that data does not need to be analyzed or manipulated to express an opinion, as data can be used by advisers in forming their own opinions and therefore add value to the investment decision making process.

A couple of commenters suggested that although raw market data does not, in and of itself, add value to an investment or trading decision, if it is used as an input to analytics, or with tools for research purposes, it should be considered research. One of these commenters stated that it is incongruous to allow quantitative analytical software as research, but to not allow raw market data which is an input to that software, and added that reasoning should not be separated from the supporting data on which it was based.

Some commenters also argued that raw data has great value, otherwise Bloomberg, Reuters and their competitors would not spend a great deal of money collecting it and selling it to arms-length parties if advisers could do so themselves at a lower cost. Two other commenters added that efforts expended in sorting, ordering and presenting the data in a usable format manifests the thought, knowledge and expression of reasoning necessary to elevate raw data to the status of research. One commenter suggested that while simple quotes and volume information should not be allowed because they are cheap and readily available, some market data that is more difficult and expensive to obtain such as historical depth of market data used in the development of trading algorithms should be classified as research.

Some commenters raised a concern that if raw market data were not permitted as research, advisers would be encouraged to purchase raw data that has been slightly manipulated in order to be able to continue to pay for the underlying raw data with commission dollars. A couple of these commenters noted that the interjection of an intermediary in these circumstances would also likely result in higher costs for the raw data.

However, there were some commenters that did not believe that raw market data should be considered research if it is not analyzed or manipulated. A couple of commenters also indicated that there is generally no value added from raw market data but that, if the data is used to support modeling applications that provide analyses used to support investment decisions, it should be permitted as there is a clear benefit.

Most of the commenters also agreed that raw market data should fall within the definition of order execution services to the extent it assists in the execution of orders.

Response:

We agree that there are situations where raw market data is used by advisers as an input to their own research efforts, and that such uses could add value to the investment decision-making process. We also agree that to view raw market data as not eligible as research services could put these advisers at a competitive disadvantage relative to those advisers that use commissions to pay for others' research based on the same market data. As a result, we have amended the examples of eligible research services in the Draft Policy to include market data from feeds or databases that has been or will be analyzed or manipulated by the adviser to arrive at meaningful conclusions – this would include raw market data.

In making this amendment to the Draft Policy, we also recognize that the definition of research services, and the guidance provided in relation to the characteristics of such services, would not accommodate the inclusion of raw market data and other potentially valuable inputs to the research process. We acknowledge that goods and services do not necessarily need to contain original thought, or need to be analyzed or manipulated prior to receipt, in order to be used for the benefit of clients by assisting in the investment decision-making process. We have made amendments to the definition of research services in the Draft Regulation, as well as to the guidance on research services provided under section 3.3 of the Draft Policy to reflect these views.

We have not changed our previous position that raw market data may also be eligible as order execution services.

Question 7: Do advisers currently use client brokerage commissions to pay for proxy-voting services? If so, what characteristics or functions of proxy-voting services could be considered research? Is further guidance needed in this area?

Four commenters indicated that they use, or are aware of the use of, client commissions to pay for proxy services, while five indicated that they do not use, or are unaware of the use of, client commissions to pay for proxy services.

Most of the commenters that addressed this question believed that proxy services could be considered research to the extent used to support investment decision-making. Examples of the characteristics and uses of proxy services that support this position included:

- proxy voting services assist advisers in assessing the impact of mergers and acquisitions, proxy contests, takeovers, and other proxy proposals on shareholder value;
- they provide analysis of matters to be voted on, along with a recommendation on how to vote proxies;
- they provide research on an investee company's standards of corporate governance or research that assists in monitoring trends in corporate governance; and

- they assess the quality of the issuer's management team or provide analyses, reports or information about the issuer.

Some of these commenters also added that although proxy services should be considered research, there are functions provided by these services that may not be considered research, such as the administrative functions of receiving, voting and returning ballots. These commenters therefore viewed proxy services as mixed-use.

Three of the commenters did not believe that proxy services should be considered research at all. Arguments included that:

- proxy services have administrative and non-research uses that should not be paid for with client brokerage commissions;
- there is no value-added component for proxy services; and
- inclusion of proxy services as research could stimulate undue, costly trading.

One of the commenters suggested that further guidance should be provided on whether components of proxy services that are used to decide how to vote proxy ballots are analogous to traditional "maintenance research" and eligible for payment with client commissions. Two commenters did not feel any additional guidance was necessary.

Response:

We agree that proxy services include products and services that could be considered research services; for example, if they provide information on corporate events such as mergers and acquisitions or constitute an analysis on corporate governance. We also agree that proxy services include functions that would not be considered research services, such as the administrative functions of receiving, voting and returning ballots.

Advisers that have determined that certain proxy services meet the definition of research services should also ensure that the services are used to benefit clients by providing appropriate assistance in making investment decisions for clients. For example, it may be difficult to support the claim that using research services provided by proxy service providers to assist with the administrative function of voting proxies (including if used to assist with decisions on how to vote proxy ballots) on behalf of clients provides appropriate assistance in making investment decisions.

As a result, we think proxy services could be viewed as mixed-use goods and services depending on both content and use. We do not believe any additional guidance is necessary at this time.

Question 8: To what extent do advisers currently use client brokerage commissions as partial payment for mixed-use goods and services? When mixed-use goods and services are received, what circumstances, if any, make it difficult for an adviser to make reasonable allocations between the portion of mixed-use goods and services that are permissible and non-permissible (for example, for post-trade analytics, order management systems, or proxy voting services)?

Eight of the commenters, accounting for approximately half of the respondents, indicated that they use, or are aware of the use by their constituents of client brokerage commissions as partial payment for mixed-use goods and services. Some of the more common types of such goods and services included:

- data services such as Bloomberg and Reuters;
- proxy services;
- order management services; and
- trade analytics.

Two commenters indicated they did not use client brokerage commissions to pay for mixed-used services. One of these indicated that costs for any mixed-use items are treated as corporate operating expenses which are paid for with "hard" dollars. The reasons given

were that the allocations would require extensive documentation and could be subject to differences in opinion on the appropriateness of the allocation.

Two commenters indicated that they use, or would use, client brokerage commissions as partial payment for mixed-use goods and services only if they could achieve an objective allocation of costs, for example, if a service had separate identifiable components to which separate prices were attached. One suggested that the criteria for determining whether a mixed-use item may or may not be paid for in part with client commissions should be simple and flexible enough to allow the adviser to make a reasonable determination as to whether a given item is being used to make investment decisions.

Circumstances that can make it difficult for an adviser to make reasonable allocations between the portion of mixed-use goods and services that are permissible and non-permissible included:

- when such goods and services are received as part of a bundled services offering without any cost information from the dealers or any reliable mechanism for separating the component parts, it would be difficult and costly to estimate the value received;
- without prescriptive rules on what is permissible and non-permissible, it would be difficult to make allocations because of the subjectivity involved; and
- there is potential for divergence among dealers in the industry regarding eligible items.

Some commenters suggested approaches to deal with the difficulties in making a reasonable allocation between the permissible and non-permissible portion of mixed-use goods. For example, advisers:

- could make a good faith determination, and keep adequate books and records regarding the allocations;
- could make allocations as judiciously as possible and include their underlying rationale as part of their disclosure to clients; and
- should seek assistance from mixed-use service providers in order to break down the service into component parts that qualify or do not qualify, and obtain a separate costing for each of these components.

One respondent, however, thought that the allocation process is becoming easier as vendors are providing more guidance regarding the research, brokerage and administrative components of their products and services.

Response:

We continue to think that a mixed-use approach is appropriate. We acknowledge that making allocations can be difficult, particularly in relation to goods or services obtained in exchange for bundled commissions. However, client brokerage commissions should not be used to pay for goods and services an adviser obtains that do not meet the definition of order execution services or research services, or that are not used by the adviser to assist in the investment decision-making process or with the arranging and effecting of securities transactions.

Therefore, we think that if an adviser obtains mixed-use services with client brokerage commissions, it should make a reasonable allocation of those brokerage commissions paid according to the use of the goods and services. We have provided additional guidance in the Draft Policy that for purposes of making a reasonable allocation, an adviser should make a good faith estimate supported by a fact-based analysis of how the good or service is used, which may include inferring relative costs from relative benefits. Factors to consider might include the utility derived from, or the duration the good or service is used for, eligible and ineligible uses.

We also continue to think that advisers should maintain adequate books and records concerning the allocations made in relation to mixed-use items in order to be able to demonstrate their good faith determination of the reasonableness of value received for

commissions paid, and to demonstrate that clients have not paid for goods and services from which they do not receive benefit.

While we support efforts being undertaken by vendors to delineate the costs associated with various eligible and ineligible components, the additional guidance provided in the Draft Policy suggests that an adviser should also be considering its use of the eligible components to assess the extent of its reliance on the vendor-provided cost allocations. For example, an adviser would have difficulty justifying its reliance solely on a vendor's cost allocations to determine the amount that could be paid for with client brokerage commissions if the adviser were to use that portion classified by the vendor as meeting the definition of order execution services or research services for purposes other than making investment decisions or arranging and effecting securities transactions (e.g., if used for administrative or compliance purposes).

Question 9: Should mass-marketed or publicly-available information or publications be considered research? If so, what is the rationale?

The respondents' views were mixed regarding the treatment of mass-marketed or publicly-available information. Specifically, 11 commenters believed that the CSA should follow the SEC's approach and focus on the target of the mass-marketed or publicly available information. That is, information and publications such as newspapers, magazines, or online news that are aimed at a broad audience should not be considered research, but certain information and publications that cater to a narrower audience, such as trade magazines, technical journals, or industry-specific publications may add value to the adviser's investment or trading decisions and should therefore be permitted. Reasons given were:

- mass-marketed information does not have a value-added component that would qualify it as research, but certain publications that are trade, industry, sector or investment specific may be used for further investment decisions;
- mass-marketed information such as newspapers, magazines, periodicals, and online news should not be considered research as they relate to a routine expense for which hard dollars should be paid;
- certain newsletters and trade journals, although publicly available, serve the interests of a narrow audience and can provide an important foundation for unique and independent research; and
- trade magazines, technical journals or industry-specific publications are particularly relevant for managers and traders when conducting research.

One of these commenters suggested, however, that mass-marketed publications in foreign countries should be allowed, as they are not immediately available to Canadian advisers. This would avoid advisers having to rely on foreign brokers to relay this information to them.

Seven commenters indicated that mass-marketed or publicly-available information or publications should not be considered research. Reasons included:

- mass-marketed or publicly available information does not contain sufficiently sophisticated analysis to add value to investment or trading decisions; and
- while there may be some specialized publications that could qualify as research, the CSA should be concerned if some specialized publications that should be considered part of an advisor's continuing education or professional development are included in this category.

Six commenters thought that any publicly available information or publications, whether they are mass-marketed or not, should be considered research. The reasons were as follows:

- mass-marketed or publicly available information may provide valuable information to those knowledgeable enough to draw conclusions from them – for example mass-marketed material from a European source (possibly in another language) is often not generally known, especially among English-speaking North American analysts;

- the fact that some information is mass-marketed and/or has a lower cost is reflective of the efficiency of the market, not whether it has value to an adviser and, therefore, if an adviser can obtain market and corporate information from such publications versus paying more to a dealer via commissions to obtain the same information, it is better for the client;
- publications like Barron's and the Wall Street Journal can, and do, include exhaustive analysis and research relevant to the investment decision-making process, and also provide information that can move markets; and
- if permissibility is only based on how widely available information is made, then it may run up against issues concerning "insider" information.

Two commenters thought that additional clarification is needed regarding the phrase "publicly available" information given that all publications that are considered to be research are "publicly available".

Response:

We agree with commenters that suggest that publications marketed towards a narrow audience, such as trade magazines, technical journals, or industry-specific publications could provide valuable assistance in making investment decisions and could therefore be paid for with client brokerage commissions.

We continue to think that mass-marketed publications, which are those that are marketed towards a broad, public audience, and are typically of low cost, are more like overhead of an adviser's business and should generally be paid for with an adviser's own funds. Further, we believe many of these types of publications often contain a wide range of information, much of which would either typically not be sufficiently related to the subject matter of the definition of research services (i.e., not related to securities, portfolio strategy, issuers, industries, etc.), or would not provide appropriate assistance in making investment decisions. For these reasons, we believe it would be difficult for an adviser to justify paying for mass-marketed publications with client brokerage commissions.

We have amended the guidance provided in the Draft Policy to reflect these views. We have also removed reference to the term "publicly available" in relation to these types of goods and services. Even if a publication that is marketed to a narrow audience with specialized interests is publicly available to a broad audience, its availability does not make it ineligible to be paid for with client brokerage commissions.

Question 10: Should other goods and services be included in the definitions of order execution services and research? Should any of those currently included be excluded?

Two commenters did not believe any other goods and services, other than those discussed in the 2006 Regulation and 2006 Policy, should be included.

Other commenters provided examples of other goods and services for which guidance could be provided, as described below.

Seminars

Various commenters believed that seminars should be eligible for payment using client brokerage commissions. Reasons included that:

- seminars are simply an alternative medium by which to communicate information which may otherwise constitute research;
- seminars provide advisers with opportunities to refine their investment decision making process and to generate new analytical methods or investment ideas;
- blanket removal of seminars would hurt small advisers, especially those specializing in exotic areas or high tech areas where the fast pace of change requires constant innovation and learning;

- it is often cheaper for an adviser to pay for one conference and obtain access to multiple analysts than to pay commissions to each of their firms for access;
- some industry leaders only address the adviser community through these events; and
- allowances exist under Regulation 81-105 for mutual funds to provide seminars and conferences to dealers at no charge, or for mutual funds to pay for these on behalf of dealers, subject to certain conditions relating to the payment for the costs of travel, accommodation and personal incidental expenses.

It was suggested by one commenter that investor conferences sponsored by dealers should be eligible for soft dollar expenses so long as these expenses are reasonable in nature: for example, a trip to New York or Atlanta for a North American media conference is reasonable, while a trip to Aruba for a North American mining conference is probably not reasonable. This commenter also suggested that a compromise solution may be to allow only conference fees to be paid for with commissions.

Another commenter suggested that seminars with more social content than research could be disqualified.

Response:

We agree with commenters that seminars are one method to convey information that may otherwise constitute research services. On this basis, we have amended the Draft Policy to reflect the view that seminars and conference fees that, in the adviser's judgement, will benefit clients and otherwise meet the requirements of the Draft Regulation may be paid for with client brokerage commissions. The amendments to the Draft Policy also would suggest that it would be difficult for an adviser to argue that incidental costs incurred in attending seminars or conferences, such as travel, accommodation or entertainment, could be eligible.

Telephone / Data communication lines

Four commenters supported including dedicated communication lines as an eligible order execution service for the following reasons:

- although the provision of such lines may be solely incidental and not a consideration in an adviser's order routing system decision, the lines nevertheless may be deemed to satisfy the temporal standard for order execution services;
- the lines assist advisers with the timely and accurate entry, handling or facilitation of an order by a dealer and are therefore directly related to order execution;
- banning connectivity hardware used to facilitate electronic trading and direct market access is unfair because it favours dealers and discriminates against advisers – dealers will charge the adviser for direct market access through commissions expense, but if an advisor were to choose to build a direct connection to the exchange to achieve direct market access and bypass the dealer (a very common occurrence in the U.S.), the hardware costs associated with achieving full connectivity would be precluded from order execution services; and
- such services are permitted by the SEC.

Two commenters argued that if the decision as to what goods and services can be purchased with commissions were based on their use, then eligible goods and services should also include hardware and communication lines as long as the adviser can demonstrate dedicated usage in the order execution or research processes.

One commenter was of the view that the CSA should specifically prohibit any data/voice/video communication lines (whether open or dedicated), internet fees, satellite links, and the like.

Response:

While we agree that the timeframe for using connectivity hardware/lines would fall within the temporal standard for order execution services, and acknowledge that such services are permitted by the SEC, we do not believe these are sufficient reasons to treat these any differently from other overhead type costs, such as those associated with computer hardware which might be used during the same timeframe. As a result, we believe it would be difficult for an adviser to justify paying for these goods with client brokerage commissions.

We have not provided any additional guidance on this matter in the Draft Policy, as we believe the guidance provided under section 3.5 with respect to “Non-Permitted Goods and Services” is sufficient.

Opinions

One commenter indicated that the payment of costs for expert opinions used in the research process should be considered a research expenditure.

Another commenter stated that commissions may include other services paid for by the dealer, such as costs incurred by the dealer for providing legal advice to defend the value of an investment.

Another commenter indicated that legal advice relating to the likelihood of a company winning a patent fight should be considered eligible as research.

Response:

We agree that there may be circumstances where an adviser may seek expert opinion (for example, accounting or legal advice) in the course of assessing the value of an investment for purposes of making an investment or trading decision. We believe that such services may be eligible for payment with client brokerage commissions to the extent they meet the definition of research services and assist in making investment decisions.

We have amended the guidance provided in the Draft Policy under section 3.5 to clarify that the legal and accounting services that would be considered non-permitted are those that relate to the management of an adviser’s own business or operations.

Pre-trade analytics

Three commenters suggested that pre-trade, along with post-trade, analytics should be considered order execution services. One of these indicated that pre-trade analytics are directly linked to the execution of specific orders and are integral to the measurement of quality of execution and the achievement of best execution.

Response:

Taking into consideration the amendments made to Draft Regulation and Draft Policy regarding the temporal standard (discussed in more detail in Section II of this response to comments), we agree that to the extent that pre-trade analytics are used to help determine how, where and when to place an order or effect a trade, they could be eligible as order execution services.

We do not believe any additional guidance is necessary.

Databases and software

One commenter noted that the definition of research does not include “databases and software”, which are currently included in the definition of “investment decision-making

services” under existing OSC Policy 1.9 and AMF Policy Statement Q-20, to the extent the databases and other software are designed mainly to support the advice and analyses expressly included in that definition. This commenter believes that the proposed definition should be expanded to expressly include such goods and services for consistency with the guidance provided in the Draft Policy which allows quantitative analytical software to be considered research.

Response:

We agree and have amended the definition of “research services” in the Draft Regulation accordingly. The definition now includes databases and software to the extent they are designed mainly to support the services referred to in subsections (a) and (b) of the definition. Additional guidance has also been provided under section 3.3 of the Draft Policy.

Question 11: Should the form of disclosure be prescribed? If prescribed, which form would be most appropriate?

Eight commenters indicated that the form of disclosure should be prescribed. Four others suggested that instead of prescribing the form of disclosure, more guidance, or a suggested format, should be provided and advisers should be allowed the discretion to develop their own forms. Reasons supporting why prescribing or providing more guidance on form of disclosure would be beneficial included ensuring that:

- disclosure is consistent and comparable between advisers;
- disclosure is understandable to clients; and
- focus is placed by solution providers on developing products that satisfy the needs of both dealers and advisers.

Commenters generally did not make suggestions regarding the form of disclosure, although two commenters suggested that advisers should be allowed to integrate the disclosure into existing client reports to help reduce costs to registrations and to reduce confusion by clients, for example, by integrating any new disclosure into the disclosure currently required under Regulation 81-106 for mutual funds. Another commenter suggested that the format for disclosure should appear on a single page and be enclosed with quarterly client statements, to allow for timely delivery in an investor-friendly format.

Response:

As a result of the amendments made to the disclosure requirements of the Draft Regulation, we do not believe that the form of disclosure needs to be prescribed at this time. Should the quantitative disclosure requirements be expanded in the future, we will reconsider whether a suggested template should be provided as guidance.

Question 12: Are the proposed disclosure requirements adequate and do they help ensure that meaningful information is provided to an adviser’s clients? Is there any other additional disclosure that may be useful for clients?

A. General comments

Most commenters did not believe the proposed disclosure would provide clients with meaningful information, and some believe that the disclosure could be misleading or confusing to clients. Many of these commenters, however, agreed that disclosure is important to demonstrate and ensure that adviser and investor interests are aligned. The majority of the concerns related to the proposed quantitative disclosure requirements under paragraphs 4.1(1)(b) through (d) of the 2006 Regulation. General reasons provided in support of these views included that:

- the proposed disclosure would be inconsistent with that currently required by the FSA and SEC;
- the level of detail disclosed will be too complicated for most clients to understand;

- a lack of understanding of how various factors affect the level and usage of client brokerage commissions may lead clients to misinterpret the results;
- reasonable estimates and allocations at the client level would be subjective, and inconsistencies between methods used by advisers would result;
- investors focus on total costs of the trades, total returns relative to risk, how the commission amounts were arrived at, and what the adviser took into consideration when agreeing to pay such amounts;
- it is not appropriate to compare commissions without considering market impact costs which, in many cases, are the most significant part of a trade's total cost;
- comparison of client specific information may be meaningless when compared to a blended average across all mandates, particularly for those advisers with global mandates;
- distinguishing between "execution only" and "bundled commission" rates would mislead investors to conclude that the difference in commission rate is a result of obtaining research, and ignores the argument that full-service bundled execution is often the best trading method to achieve best execution, and not merely a method to pay for research;
- pure order execution without any other services is not as common a practice anymore as advisers generally trade with dealers that can add value by offering other services;
- disclosure on an aggregate or weighted average basis does not take into consideration the varying nature of portfolios, portfolio managers, soft dollar arrangements and commission recapture agreements;
- disclosure by asset class may not be useful given that there may be multiple investment strategies employed within a single class of securities and trading can vary depending on market conditions, interest rate movements, portfolio rebalancing, etc., which may result in inconsistencies from one period to the next;
- fluctuations in trading activity from year to year can result in inconsistencies in disclosure when spread over soft dollar commission budgets, which do not fluctuate from year to year, and do not contemplate proprietary goods and services;
- commissions may be negotiated and may change due to a variety of circumstances depending on the nature of the transaction and the liquidity profile of a security;
- the question of value received for the percentage of commission allocated to any one dealer is not addressed by the disclosure; and
- clients are already inundated with disclosure.

Two commenters indicated that the proposed disclosure requirements would provide meaningful information to clients.

B. Suggestions regarding appropriate disclosure

(a) Narrative disclosure

Commenters were generally not opposed to either the proposed narrative disclosure, or to some other form of narrative disclosure. Suggestions for narrative descriptive disclosure made by commenters included:

- details on an adviser's policies and procedures regarding client brokerage commissions, which could include:
 - the adviser's soft dollar policy;
 - a description of the adviser's best execution policy;
 - the factors advisers consider when selecting dealers and trading venues, including whether research is a factor;
 - the policy for how research is purchased;
 - following the narrative format required by the SEC in Form ADV Part II, or the IMA's Level I disclosure;
- the general types of services dealers provided to the adviser;
- the nature of the arrangements;
- the names of dealers used, and the names of third parties that provide goods and services;

- a statement that all soft dollar arrangements are solely for the benefit of clients;
- a statement that trades are done on competitive terms;
- a statement that an internal process which ensures that fair value is being paid to dealers in return for services being purchased is utilized along with disclosure of situations where the adviser is aware of a material discrepancy between the value obtained and commissions allocated to a dealer over a certain time period – this would ensure that advisers are actively interpreting the data they are being required to gather and disclose, and ensure demonstration that soft dollars are being used appropriately; and
- for investment funds, including a statement in a prospectus that a fund engages in soft dollar trading, and that one of the defined risks is a conflict of interest between the manager and the fund.

(b) *Quantitative disclosure*

Although many commenters had concerns with the proposed quantitative disclosure, there were various suggestions made regarding what quantitative disclosure could be meaningful to clients. Various commenters also seemed to agree that, should quantitative disclosure be required, it should be accompanied by some form of narrative disclosure to add the appropriate context. The commenters' suggestions are set out below.

i) Firm-level disclosure

Some commenters stated that disclosure of commissions at the firm level was more appropriate than disclosure at the client level because clients select an adviser based on how the business is run overall, and whether the adviser will manage the money effectively.

Some commenters provided examples of firm level disclosure that could be appropriate, including:

- aggregate commissions;
- total commissions used for order execution services and research;
- commission rates paid to all brokers;
- commission rates paid to obtain order execution services and research;
- a ratio similar to a Management Expense Ratio, such as a ratio of the total costs of client commissions to assets under management;

Another commenter suggested that instead of aggregating at the firm level, commissions should be aggregated at the investment strategy level in order to provide more meaningful comparisons to client specific disclosure, although this commenter questioned the usefulness of comparisons by investment strategy. Another commenter requested clarification regarding the level of aggregation among different types of accounts (i.e., mutual funds, sub-advised accounts, private managed accounts).

ii) Client-level disclosure

Some commenters also made suggestions for disclosure that could be provided at the client level that would provide meaningful information to clients. One commenter suggested that client-level disclosure should be limited to disclosure only of the commissions paid by the client's account or portfolio to avoid issues relating to comparability between client and firm figures, particularly when the firm has a variety of differing mandates.

One commenter believed that any quantitative client-level disclosure should be based on a pro-rata estimate based on the average assets under management of the client and firm, because of the difficulties for advisers to itemize which specific services were used for an individual client account.

Another commenter suggested the percentage of client commissions allocated to soft dollars in each of the client's account(s) could be provided, along with the total value of commissions used at a firm level and the types of services purchased by the firm with soft

dollars, and that such information is already captured by most technology management systems of both large and small firms in the Canadian marketplace.

One commenter argued that disclosure at the client level should be for the aggregate of all of a particular client's accounts, and not on an account-by-account basis. This commenter also suggested that only where client-specific goods or services were paid for using soft dollars, these should be specified in any client-specific disclosure. For any goods and services used firm-wide and paid for with soft dollars, a pro-rata amount of this expense should be allocated to the client, using the relation between client assets and total firm assets as a proxy. Another commenter supported the view that a pro-rata approach for allocating services among clients may provide a reasonable compromise for client-level allocation concerns.

iii) Other comments relating to quantitative disclosure

One commenter suggested the minimum level of disclosure should include: total commissions charged to accounts; total directed commissions charged to accounts; total soft dollars earned by accounts; total soft dollar expenditures made by the firm; and soft dollar expenditures broken down by category (i.e., independent research, mixed-use services, bundled research, other). This commenter also suggested that, along with itemizing and describing each soft dollar vendor on a firm-wide basis, the total cost of each service provided should be disclosed (e.g., 17 Bloomberg terminals, data aggregation and analytical tools - \$100,000).

One commenter suggested requiring disclosure of the average dollarized commission rates per unit of security from efficient electronic trading systems as the core commission rate benchmark, compared against the weighted average cost of trades per unit of security in Canadian cents for the current year and 4 previous years.

Another commenter expressed that if the proposed client level disclosure was implemented, commissions should be expressed as a percentage of value rather than in cents/share.

One commenter supported a certain level of statistical disclosure, such as the average commission rates paid, the percentage of commissions executed at full service versus execution-only rates, and the percentage of commissions used for third-party research.

One commenter suggested that minimum standards should be set which include the frequency of disclosure and the scope of information required (e.g., the total amount of commissions used for execution versus other services, the costs of services provided, the allocation and weighting among dealers of the services provided, average/high/low commission rates paid per dealer).

One commenter also made the suggestion that the *Statement of Portfolio Transactions* should be reinstated as an on-request disclosure item.

Response:

In order to attempt to balance the need for accountability and transparency with the need for consistency with disclosure in the U.S., and with the associated burden and costs that might be imposed on advisers, we have determined that one method to achieve this balance would be to expand the proposed narrative disclosure. The proposed narrative requirements would maintain requirements proposed in the 2006 Regulation for disclosure of the nature of the arrangements entered into relating to the use of client brokerage commissions as payment for order execution services or research services, as well as disclosure of the names of dealers and third parties that provided goods and services other than order execution and the types of goods and services they provided. Additional proposed disclosure requirements include a description of the process for, and factors considered in, selecting dealers to effect securities transactions; the procedures for ensuring that, over time, clients receive reasonable benefit from the usage of their brokerage commissions; and the methods by which the determination of the overall reasonableness of client brokerage commissions paid in relation to order execution

services and research services received is made. Additional guidance has also been proposed in the Draft Policy regarding these requirements.

We have also amended the quantitative disclosure requirements that were initially proposed. As an initial step in increasing accountability and transparency through quantitative disclosure, we propose reducing the client-level quantitative disclosure requirements to disclosure of the total client brokerage commissions paid by the client during the period. In addition, we propose requiring disclosure on an aggregated basis of the total client brokerage commissions paid during the period, along with a reasonable estimate of the portion of those aggregated commissions that represents the amounts paid or accumulated to pay for goods and services other than order execution. Guidance has also been proposed in the Draft Policy regarding the level of aggregation of client brokerage commissions for these disclosure purposes. The proposed guidance allows advisers some flexibility to determine the appropriate level of aggregation based on their business structure and client needs. We believe the quantitative disclosure proposed is relatively consistent with that currently required to be made by investment funds to clients under Regulation 81-106, except that the proposed disclosure requires the adviser to make a reasonable estimate of the amounts paid or accumulated to pay for goods and services other than order execution, as opposed to requiring disclosure of these amounts to the extent ascertainable.

We will continue to monitor the developments in the U.S., including whether amendments to their disclosure regime are proposed, and are prepared to revisit the approach we have taken at that time.

C. Specific Comments

(a) Separate disclosure requirements for bundled and unbundled services

Some commenters questioned the usefulness of, or had concerns regarding the separate disclosure requirements for bundled and unbundled services. One commenter argued that it is the type of good or service received, not its source, that is most relevant. Other commenters indicated that making the differentiation would discriminate against independent research providers to the detriment of investors and the providers:

- by adding costs for advisers that use independent research;
- by perpetuating the myth that bundled goods and services are somehow unique and should be afforded special status; and
- because it could provide incentives to send trades to dealers for reasons other than best execution.

One commenter was not opposed to the separate disclosure of third party goods and services, and stated that they were already complying with this requirement under Regulation 81-106.

One commenter questioned the practical application of the third-party disclosure proposed in subparagraph 4.1(1)(c)(iii), as it was that commenter's understanding that an investment adviser likely does not have access to commission sharing arrangements between broker-dealers and third parties, and that it was not clear whether the subparagraph would apply in broker to broker arrangements, for example, through "step out" transactions between an executing and introducing broker. The commenter indicated that in such situations, the adviser is generally not aware of the commission split.

To resolve some of these concerns, five of these commenters suggested that bundled and independent research should be treated the same for reporting purposes. One of these five commenters added that bundled commissions are the least transparent aspect of transactions costs, are estimated to represent a larger share of commissions, and could therefore be misleading to investors if excluded in the quantification of total soft dollar expenditures. This commenter suggested the CSA could either merge the two categories proposed in subparagraphs 4.1(c)(ii) and (iii) and delete the additional disclosure requirements for third

party research, or maintain the differentiation but require advisers to make an effort to ascertain from the dealer the amount of proprietary research included in bundled services or to estimate the amount when it cannot be ascertained. Similar suggestions were received from other commenters to break the amounts out following the same methodology as followed under the IMA Pension Fund Disclosure Code in the U.K.

Two other commenters suggested that disclosure of the ratio of the overall cost of research to assets under management, along with a description of the research received, is far more meaningful to investors.

Response:

We agree with commenters that requiring different levels of disclosure for each of these types of goods and services could result in discrimination against those goods and services provided by third parties. The original intention was to require dealers to disclose the amounts which are more readily available and more easily quantifiable.

In revising our proposed disclosure requirements by requiring advisers to make a reasonable estimate of the portion of the aggregated commissions that represents the amounts paid or accumulated to pay for goods and services other than order execution, we have attempted to remove any possible discriminatory results by treating both bundled and unbundled goods and services equally for purposes of this requirement. If it appears that further transparency is required, we will revisit the degree to which the estimate should be broken down further between bundled and unbundled goods and services.

(b) Demand by clients for additional disclosure

One commenter questioned whether there is any evidence to support the proposition that clients demand the proposed level of disclosure, in light of the significant costs. Another commenter indicated it had provided the proposed disclosure on a trial basis to two sophisticated clients, and both clients questioned its usefulness. Other commenters provided details regarding the frequency of requests from clients for additional disclosure relating to soft dollar arrangements and practices:

- three commenters stated that clients are not asking for additional information;
- one commenter indicated that of its hundreds of institutional clients, thousands of private clients, and tens of thousands of mutual fund clients, only 5 clients expressed an interest for more detailed disclosure in the last year; and
- one commenter that represents IC/PMs in Canada indicated that one member that has national presence across Canada has indicated that neither institutional nor private clients have shown any interest in receiving this level of extremely detailed disclosure – and that the company receives approximately 5 requests per year for information on client specific commission usage, none of the requests being from private clients.

To address these concerns, some commenters suggested that clients should be given the option to receive the proposed detailed disclosure, similar to options given under other continuous disclosure requirements such as those relating to financial statements and the Management Report of Fund Performance. Two of these commenters indicated that the practice now is to respond on demand to a client's specific request for disclosure on soft dollar practices, and these commenters believe that not all clients would request the proposed disclosure if given the option, nor would they welcome the associated increase in costs. One of these commenters also stated that if clients were given the option to not receive the detailed disclosure, requirements to provide some general narrative disclosure would be useful to clients, while another commenter suggested that a requirement to disclose the availability of the optional disclosure would be needed to ensure clients were aware of its availability.

A few commenters suggested consulting with clients or forming a task force before disclosure is prescribed. Such consultations were suggested to ensure that the wide spectrum of reporting arrangements between advisers and clients were given appropriate

consideration, and to ensure that clients have had an opportunity to understand the options so that they can determine what disclosure best suits their needs.

Response:

We do not believe that the current requirements under the Existing Provisions, which make the disclosure available upon request, are sufficient to help ensure clients understand how their brokerage commissions have been used for purposes other than as payment for the primary brokerage function. Further, we continue to believe that increased disclosure in this area is necessary to ensure accountability on the part of the adviser relating to the use of these commissions; however, we acknowledge the need to balance the need for more transparency with practicality and have therefore simplified the quantitative disclosure.

(c) *The meaning of “client” in relation to the application of the disclosure requirements*

Some commenters questioned whether disclosure to “clients” was intended to include retail clients of investment funds. One commenter also questioned how to interpret the meaning of “client” for disclosure to clients with private managed accounts or sub-advised accounts, in addition to retail clients of mutual funds. Generally, these commenters did not believe that the proposed disclosure should apply to investment fund clients because:

- these clients already receive appropriate disclosure of soft dollar arrangements under Regulation 81-106;
- retail clients are typically not in any position to negotiate the management agreements and oversee the adviser’s investment activities;
- the Independent Review Committees (IRC) to be implemented under Regulation 81-107 will be responsible for managing the conflicts of interest the Draft Regulation intends to address; and
- disclosure to the individual security holder of investment funds would require a fundamental overhaul of client reporting systems.

Some of these commenters indicated that if, for advisers to investment funds, “client” was intended to mean the fund itself, that this may not be appropriate depending on the fund structure. A couple of these commenters indicated that where the fund is the “client”, the fund is most commonly established as a trust, and the manager is typically the trustee as well as the adviser for the fund. One of these commenters added that, with the exception of Canadian corporate-structure funds, which are few in number, there is no separate fund board of directors or other entity that could properly be considered the adviser’s “client”, as is the case in the U.S. The end result in the situations where the manager is both the adviser and trustee, would be the adviser making the disclosure to itself. The suggestion was made that instead the required disclosure could be made to the IRC. This commenter also added that those funds that have already established IRCs have indicated that these IRCs have been reviewing the firm’s soft dollar policies as part of their oversight role, but have not had any need for additional disclosure.

Another commenter stated that disclosure is only truly useful if those responsible for the funds are required to evaluate the information and ensure that clients’ commissions have been used appropriately and reasonably. This commenter argued that it would not be reasonable to expect the average “person in the street” to read or effectively evaluate the proposed disclosure, and that it should be trustees, boards of directors, or others with fiduciary responsibilities that should be the target of the disclosure.

Response:

We have proposed guidance under section 5.1 of the Draft Policy that clarifies that the recipient of the disclosure should typically be the party with whom the contractual arrangement to provide services exists. For example, for an adviser to an investment fund, the client would typically be considered the fund, unless the adviser is also the trustee and/or the manager of the fund, or is an affiliate of the trustee and/or manager of the fund, in which case the adviser should consider whether its relationship with the fund presents a conflict of interest matter under Regulation 81-107 respecting Independent Review

Committee for Investment Funds that requires review by the Independent Review Committee established in accordance with that regulation, and whether it would be more appropriate for the disclosure to be made instead to the Independent Review Committee. Disclosure to retail clients of mutual funds about the use of their commissions would be governed by the provisions of Regulation 81-101 and Regulation 81-106, and any other relevant provisions.

Question 13: Should periodic disclosure be required on a more frequent basis than annually?

Most commenters believe that annual disclosure should be sufficient. One suggested that more frequent disclosure could cause a false sense of volatility as accounts, mandates, and soft dollar budgets often change on an annual basis. Another commenter indicated that while they have already been reporting to clients annually on the details of goods and services paid for with commission dollars, there have been no requests for more frequent reporting.

Alternative suggestions for the frequency of disclosure provided by a couple of commenters included:

- as often as the client and adviser complete a performance review;
- on a semi-annual basis, as required for the IMA Level II disclosure requirements; or
- on a regular and consistent basis, in particular to the Boards, Trustees, or other persons with oversight responsibilities for advisers.

Response:

We agree with the view of most commenters that periodic disclosure is not required on a more frequent basis than annually.

Question 14: What difficulties, if any, would an adviser face in making the disclosure under Part 4 of the 2006 Regulation?

A. General comments

Commenters were generally concerned that the proposed disclosure requirements would be difficult to meet, and believe that these difficulties would result in costs that exceed any benefits to clients. Various commenters were specifically concerned with the requirement to make disclosure by client, and by security class, particularly for smaller firms. Reasons for, or causes of, the difficulties that were provided include:

- systems do not currently track the amount paid out as soft dollars for a given service on behalf of each individual account;
- goods and services are often obtained at a macro level for the benefit of multiple clients, not at the client level, resulting in imprecise allocations at the client level, and the benefits to clients may change over time;
- trading activity is often conducted for multiple clients at once, or through pooled investment funds, so providing data at the individual client level would be burdensome and would be further complicated when mixed-use goods and services are involved;
- dealers providing bundled services are not required, and have not taken measures, to provide information on bundled goods and services to advisers;
- trading activity and the payment for goods and services do not always occur at the same time;
- more than one dealer may be used to pay a single third-party service invoice;
- fees on trades in foreign jurisdictions may not be charged on a “per unit” basis, but rather as a percentage of trade value;
- currently available software packages that may address U.K. and U.S. requirements are not currently configured to address the proposed Canadian disclosure requirements; and

- relying on third-party software vendors could result in the reporting of inaccurate information, which the adviser will still have to reconcile.

However, as noted earlier, one commenter indicated that disclosure of the total value of commissions used, the types of services purchased with soft dollars, and the percentage of client commissions allocated to soft dollars in each client's account(s) should not be difficult as such information is already captured by most technology management systems of large and small firms in the Canadian marketplace.

Response:

We note that the general comments relating to difficulties with meeting the disclosure requirements in the 2006 Regulation centre around difficulties with meeting the client-level and security-class-level disclosure. Due to the lack of precision regarding costs for bundled services, as well as timing differences between the trades that generate the commissions and the payment with those commissions for the goods and services, we agree that the detailed disclosure would be difficult to make with any degree of accuracy. We believe the amendments that we are currently proposing, discussed earlier under the response to Question 12, should address these general concerns.

B. Specific comments

(a) Requirements under subsection 4.1(2) of the 2006 Regulation

Many commenters indicated that the proposed requirements under subsection 4.1(2) to maintain specific details of the goods and services would be difficult, onerous and costly to track for the following types of goods and services:

- bundled services where no separate paper trail exists for the additional goods and services;
- intangibles that constitute research, such as communications with dealers by telephone, e-mail, mail, and in-person meetings; and
- items received on an unsolicited basis.

Some commenters also questioned the usefulness to clients of this proposed requirement. Reasons included that such an approach is inconsistent with an adviser's view toward measuring the overall benefit to its clients of the services received, and that such details would have little relevance to any one client.

Others suggested that the general requirement on all advisers to maintain adequate books and records is sufficient, and that advisers should be permitted the flexibility to determine how to document the goods and services received, so long as the records provide adequate documentation that only permissible uses were made of client brokerage commissions. Another commenter suggested that a concept of materiality could be introduced to manage the level of detail maintained under this proposed requirement, while another suggested adding a requirement that dealers must provide advisers with the needed information.

However, three commenters were not opposed to this proposed requirement, although one of these questioned how an investor would or could use this information. One commenter suggested the details could be maintained as a supplement to the narrative disclosure proposed in paragraph 4.1(a), so long as the quantitative disclosure was removed, while another commenter suggested that if such details were to be maintained, clients should be advised of the availability of the details, for example by a prominent note in a fund prospectus or in the Management Report of Fund Performance.

Response:

We believe that disclosure of the names of service providers and types of goods and services that is required under paragraph 4.1(c) of the Draft Regulation should generally provide clients with sufficient detail relating to the specific goods and services paid for with client brokerage commissions. On this basis, we have removed the requirement previously

proposed under subsection 4.1(2) of the 2006 Regulation to maintain, and make available upon request, more specific information about the goods and services received.

Despite removal of this explicit requirement, advisers are reminded of the general requirement to maintain adequate books and records in order to be able to demonstrate compliance with the Draft Regulation.

(b) *Differences in disclosure requirements between the 2006 Regulation and the U.S. and U.K.*

Various commenters noted the differences between the proposed disclosure and the requirements in the U.S. and U.K., and some believed the disclosure in the 2006 Regulation was more stringent. Most of these commenters suggested that disclosure requirements in Canada should more closely resemble those in the U.S., or the U.K. (including the Level I and Level II of the IMA Disclosure Code). Reasons provided in support of this suggestion included that:

- more consistency would allow firms that report to clients in different jurisdictions to standardize their reporting processes;
- the information to be disclosed under the IMA Disclosure Code would provide plan administrators and trustees with the information needed to assess value from their commission spend;
- it may be difficult for Canadian advisers to obtain all relevant information from U.S. sub-advisers; and
- disclosure requirements should be market guided as in the U.K., and not prescriptive.

One commenter suggested a flexible disclosure regime should be permitted given that advisers currently take various approaches to disclosing brokerage practices, which often already includes following either of the U.S. or U.K. disclosure requirements.

Response:

We agree that imposing different disclosure requirements than other jurisdictions regarding the subject matter of the Draft Regulation could cause difficulties for advisers that report to clients or hire sub-advisers in multiple jurisdictions. As stated earlier, we believe that harmonization with other jurisdictions is appropriate where justifiable to do so, and we understand that there is a general preference for harmonizing with the U.S., as opposed to the U.K.

However, the current disclosure requirements in the U.S. under the SEC's Form ADV Part II and Form N-1A that specifically address the use of client brokerage commissions for purposes of obtaining goods and services other than order execution centre primarily around narrative disclosure, and we believe that a certain level of quantitative disclosure should be included. At one point, the SEC had indicated they would be issuing proposed amendments to their disclosure regime, but we are unaware of any such proposal having been made to date. As noted earlier, we will continue to monitor the developments in the U.S. regarding whether amendments to their disclosure regime are proposed, and are prepared to revisit the approach we have taken at that time.

(c) *Disclosure of dealer and supplier names, along with the types of goods and services provided*

A few commenters indicated that requiring disclosure of the names of dealers and suppliers utilized by the adviser would result in the disclosure of proprietary information which could negatively impact an adviser's competitive advantage – particularly in relation to competitors in foreign jurisdictions that are not required to disclose this information.

It was also stated that providing the names of all dealers and all types of goods and services provided by each of the dealers would be duplicative given that advisers can obtain the

same types of services from different dealers (e.g. traditional research reports) and, for clients with global investment mandates or for investors in global funds, this disclosure could extend to over 100 dealers – which would cause tracking difficulties and result in lengthy reporting.

A few commenters also suggested that such disclosure would not be useful to clients, and that providing information on the types of broker-dealers used was more relevant.

Response:

We note that there is an existing requirement for investment funds to provide similar disclosure to the public in the Annual Information Form under Form 81-101F2. For advisers, other than those whose clients are investment funds where similar public disclosure requirements are imposed on the fund itself, this disclosure would be made to the client and not to the public in general. As a result, we question the degree to which competitive advantage would be harmed from such disclosure. We continue to think such disclosure would be useful to clients as it would help them to better understand the ongoing use of their brokerage commissions, while increasing accountability on the part of the adviser. We have made amendments to the Draft Regulation to clarify that such disclosure would be required in those situations where goods and services other than order execution have been provided, and to add that associating the types of goods and services received to each dealer or third party that provided that good or service is not necessary, except in the case of goods and services provided by affiliated entities. Affiliated entities and the types of goods and services each such entity provided should be separately identified. We have also added guidance to the Draft Policy to provide the adviser with some flexibility as to the scope of the disclosure to be provided to clients in relation to this requirement.

(d) *Application of disclosure*

Another commenter suggested that it was not clear how the requirement for advisers to make certain disclosures, if they enter arrangements with dealers to use client commissions “as payment for” services other than order execution, should be applied in relation to bundled services. This commenter indicated that the payment of brokerage commissions to dealers that also provide research services should not constitute a “payment for” research. This commenter suggested that other factors should be present in order for commissions to be deemed to include a payment for research, such as an agreement to pay higher commission rates than the dealer otherwise charges, or a commitment to execute a specified trading volume. This commenter recommended that bundled brokerage transactions that do not include a binding commitment to pay for research should be excluded from the disclosure requirements. Another commenter stated that when “soft dollar” arrangements are made between an adviser and a dealer, there must be a soft dollar agreement completed and kept on file by both parties.

Another commenter suggested that if brokerage commissions paid out of a particular client account were never to be used as payment for goods and services other than order execution, the adviser should not be required to disclose to that client the brokerage commissions generated by the firm, or the nature of soft dollar arrangements entered into by the firm in relation to other clients.

Response:

Section 4.1 of the Draft Policy includes the statement that the Draft Regulation applies in the cases of both formal and informal arrangements, including those informal arrangements for the receipt of such goods and services from a dealer offering proprietary, bundled services. As a result, the disclosure requirements also extend to client brokerage commissions used in informal arrangements with dealers offering proprietary, bundled services. We believe the amendments made to the disclosure requirements should be sufficient to address the concerns raised by commenters relating to the difficulties involved in complying with the Draft Regulation when such arrangements are in place.

To the extent that an adviser can isolate a client account, or a group of client accounts, from its other clients whose brokerage commissions are used as payment for goods and services other than order execution, the adviser would not be required to make the disclosure to these clients.

However, given that the disclosure requirements apply whether the arrangements under which client brokerage commissions used are formal or informal (including those with dealers offering proprietary, bundled services), it may be difficult to support a claim that brokerage commissions paid by a particular client would never be used as payment for goods and services other than order execution if commissions charged to that client have been paid to a dealer that provides the adviser with proprietary, bundled services.

Question 15: Should there be specific disclosure for trades done on a “net” basis? If so, should the disclosure be limited to the percentage of total trading conducted on this basis (similar to the IMA’s approach)? Alternatively, should the transaction fees embedded in the price be allocated to the disclosure categories set out in sub-section 4.1(c) of the 2006 Regulation, to the extent they can be reasonably estimated?

Most commenters reiterated the views they expressed in response to Question 1 that the Draft Regulation should not apply to securities traded on a principal basis. They noted that determining the commissions on a principal basis presents problems unless published bid-ask spreads are recorded on the trade contract.

Some commenters thought that, if the Draft Regulation were to apply to trades done on a “net” basis, the approach for disclosure should be similar to that taken by the IMA, i.e. the disclosure should be limited to the percentage of total trading conducted on this basis. The reasons given were that there is no generally accepted method of breaking out commission fees and, given the inherent lack of precision in identifying the amount of embedded commissions, any approach to establishing commissions will be an approximation at best. One commenter thought that the clearest disclosure is achieved by applying a percentage to the aggregate amount of principal trading. However, another respondent thought that the reporting of data using estimates should be discouraged or at least supplemented with further guidance on what is, and is not, reasonable.

Response:

We have reduced the scope of the application of the Draft Regulation to apply only to those trades where brokerage commissions are charged (i.e., where a commission or similar transaction-based fee is charged and the amount paid for the security is clearly separate and identifiable). See the response to Question 1 above for more information.

II. Other Comments

Transition period

Various commenters believed that a transition period is necessary. The more common reasons given included that:

- mixed-use service providers would need time to adjust their invoicing practices, as was suggested is currently being done in the U.S. as a result of the SEC’s 2006 Release;
- advisers would need time to assess their existing practices to identify gaps and make any necessary changes;
- many traditional soft dollar arrangements are negotiated on an annual basis;
- changes would need to be made to accounting and reporting systems to meet the more detailed disclosure requirements;
- other CSA initiatives include a transition period; and
- the SEC and FSA had permitted a 6-month transition period.

One commenter suggested that major changes in processes for brokers, advisers and clients will be required, given that existing procedures are the consequence of a half century of industry practice and tradition. This commenter also noted that existing procedures, or the lack thereof, are deeply embedded. This commenter believes that the 2006 Regulation would lead to more “execution only” trading and dealers would have to implement competitive business plans to address “unbundling”, so it would take several quarters to establish competitive pricing. In addition, this commenter suggested that although there are vendors that specialize in commission management software, it would still take time for advisers to identify needs and fully establish the necessary systems.

Further this commenter argued that clients may not have a complete appreciation of the related governance issues, and the introduction of the 2006 Regulation would represent a new and material addition to trustee oversight responsibilities. The process of education and consultation by trustee/investment boards will require considerable time to fully assimilate and complete. This commenter recommended that milestones be established in consultation with dealers, advisers and clients, for example: the date advisers should have completed commissions usage policies; the date aggregate commission payment arrangements are disclosed to clients and regulators; and the date by which the advisers will be in full compliance with the Draft Regulation, including the proposed detailed disclosure.

Another commenter stated that any transition period should allow for advisers to initially make the prescribed disclosure on a best efforts basis, followed by a more rigorous standard when compilation and allocation of the data is possible.

Response:

We have amended the Draft Regulation to include an effective date which is six months after the Draft Regulation's approval date.

We believe that the amendments made to the Draft Regulation, including the removal of some of the more onerous reporting requirements, should address many of the commenter concerns, and therefore a longer transition period should not be needed.

Costs

Some commenters did not believe the estimate of costs in the Cost Benefit Analysis was realistic, and that any benefits that might accrue to clients would not exceed the costs.

Reasons for these views included:

- the technology costs associated with modifications to existing trade order management and compliance systems to monitor, track, allocate and report soft dollars was not considered;
- there would be human resource costs associated with hiring and training new compliance, investment management and back-office personnel to administer the process contemplated by the 2006 Regulation;
- there would be costs associated with ensuring ongoing compliance; and
- there would be indirect costs passed on to advisers by sub-advisers from other jurisdictions in order to comply, either directly or indirectly, with the 2006 Regulation.

Two commenters added that the increase in costs for advisers, and for service providers that will have to modify their own processes, will ultimately be passed on to clients through higher transaction costs or management fees. In addition, the higher fixed costs from transferring formerly permissible goods to non-permissible may also result in higher barriers to entry, or have other detrimental impacts on smaller investment management firms seeking to compete with larger firms.

One commenter raised a concern that firms that hold assets for their clients on a segregated basis will have a higher cost of compliance, which will further increase the fee gap between segregated and pooled products.

Response:

We believe that the amendments we have made to the Draft Regulation should help to address many of the above concerns relating to costs, in particular those relating to disclosure. We do not believe that the costs of complying with the non-disclosure-related requirements of the Draft Regulation will be significant for firms that have been complying with the Existing Provisions. There have been little or no changes to the definitions of order execution services and research services from the Existing Provisions, and in accordance with the general principles of acting in the best interests of clients, we would expect that advisers are currently monitoring and tracking the use of client brokerage commissions to some degree.

Allocation of benefits to clients

Some commenters raised concerns with the proposed requirement to ensure that the order execution services or research acquired are for the benefit of the adviser's client(s), and with the related guidance that states that advisers should have adequate policies and procedures in place to allocate, on a fair and reasonable basis, the goods and services received to clients whose brokerage commissions were used as payment for those goods and services.

Some commenters believe the requirement and guidance imply that there must be a direct connection between the specific good or service received and the client whose account generated the commissions that paid for that specific good or service, even though the goods and services received typically benefit a number of clients and may not always benefit the specific account that generated the commissions. One commenter added that the standard would require an adviser to ignore or unlearn the information or knowledge gathered through research acquired with one client's commissions when making decisions for another client.

Another commenter argued that the more that goods and services are bundled together with order execution, the more difficult it is to determine if the commission dollars paid have been allocated correctly to the clients who have received the benefit.

It was suggested by one commenter that the requirement should be revised to require that the goods or services benefit "one or more of" the adviser's client(s).

Response:

We acknowledge that goods and services received typically benefit a number of clients and may not always be specifically matched, dollar-for-dollar, to each client account generating the commissions. We have amended the guidance provided under Part 4 of the Draft Policy to clarify that a specific order execution service or research service may benefit more than one client, and may not always directly benefit each particular client whose brokerage commissions were used as payment for the particular service. However, the adviser should have adequate policies and procedures in place to ensure that all clients whose brokerage commissions were used as payment for these goods and services have received fair and reasonable benefit from such usage.

Unsolicited goods and services

Some commenters questioned whether the requirements under the Draft Regulation and Draft Policy would apply to unsolicited goods and services. Concerns raised in relation to unsolicited goods and services arose because of either the proposed requirement for advisers to evaluate goods and services received against commissions paid, or the proposed disclosure requirements.

Two commenters indicated that advisers often do not have the discretion to negotiate which goods and services will be received in conjunction with a bundled services offering. They

both raised the concern that without any cost information from the dealers or any reliable mechanism for separating the component parts, it would be difficult and costly for an adviser to estimate the value of any unsolicited services received, and in some cases, this could not be done with any degree of fairness or accuracy.

Another commenter indicated that because of the way that dealers offer and deliver information to their clients today, it is inevitable that advisers will have access to and obtain, on an incidental basis, information and materials from the entities with whom they place client orders. This commenter indicated that a problem then arises when all or a portion of the information and materials made available to, or received by, an adviser are not permitted to be obtained in consideration of client commission dollars. For example, in some cases advisers have access to a protected website to collect daily research reports, but the site also includes information that does not satisfy the definitions of research or order execution services. In addition, a dealer might send its clients copies of articles or other newsletters that may not be considered research. This commenter suggested that so long as an adviser is not taking such incidental services into consideration when making its evaluation of the dealers services in relation to the commissions paid, then the availability or receipt of the goods and services in question should not be perceived as a violation of the Draft Regulation. This commenter also noted that an adviser might, however, violate their fiduciary duties if this approach was taken too far.

Another commenter echoed some of the same concerns regarding goods and services being made available by, but not purchased from, a bundled service provider, which could include eligible and ineligible services that may not be a factor in a particular adviser's decision to place trades with that particular bundled service provider. A money manager may have selected a specific broker-dealer to execute trades based upon its skill in placing a difficult trade, its position in the market, or any of the myriad of factors considered when evaluating best execution. In those cases where a dealer includes, as part of its bundled offering, research and/or services not requested or used by a money manager, the commenter argues the traditional elements of a "soft dollar" arrangement are not present, and the framework set forth in the Draft Regulation should not apply. In addition, this commenter argued that there are no inherent conflicts of interest when the adviser is being provided goods or services on an unsolicited basis which they will not use, but acknowledges that to the extent the adviser uses those unsolicited goods and services, the requirements of the Draft Regulation should apply. Another commenter had similar concerns, but suggested that advisers and regulators should instead consider whether there is an explicit commitment to execute a minimum volume of orders through the broker to pay for research, when determining whether commissions paid by an adviser include payments for research.

One commenter requested that the CSA clarify whether an adviser must disclose soft dollar transactions when not asking for, or using the additional services, or if unaware that the services are bundled.

Response:

We appreciate the difficulties involved with complying with the Draft Regulation when goods and services are received on an unsolicited basis, particularly when received as part of a bundled services offering.

We have amended the Draft Policy to provide additional guidance with respect to unsolicited goods and services in relation to an adviser's obligation to ensure that a good faith determination has been made that the amount of client brokerage commissions paid for order execution services or research services is reasonable in relation to the value of the order execution services or research services received. This determination can be made either with respect to a particular transaction or the adviser's overall responsibilities for client accounts. The relevant measure for any such determination is the reasonableness of the amount of client brokerage commissions paid in relation to the order execution services and research services received and used by the adviser. An adviser that, by virtue of paying client brokerage commissions, is provided with access to goods and services, or receives goods or services on an unsolicited basis and does not use such items, will not be considered to be in violation of its obligations if it does not include these in its assessment

of value received in relation to commissions paid. To the extent that an adviser makes use of any such goods or services, or considers the availability of such goods or services a factor when selecting dealers, the adviser should include these in its assessment of value received for commissions paid.

We think this guidance should also apply when making allocations with respect to a mixed-use good or service. An adviser would not be required to allocate cost to, and pay with its own funds for, an ineligible portion of a good or service received on an unsolicited basis that was not used. However, in this case, in our view the adviser would still have the obligation to make a good faith determination that the amount of client brokerage commissions paid was reasonable in relation to the value of the eligible portion of that good or service received.

We also think this guidance can similarly be applied to determinations in relation to the disclosure of information about unsolicited goods and services.

Principles-based approach

A few commenters questioned the approach taken by the CSA and suggested that a principles-based approach was more appropriate. Reasons for this view included that:

- principles-based regulation, coupled with meaningful oversight, is more effective than rule-based regulation;
- principles are clear to the vast majority of honest operators; and
- lists would be cumbersome and unworkable, and that the principles-based approach has worked well in the U.S.

Suggestions made by these commenters included:

- allowing advisers, the users of the services, the flexibility to determine which services assist them in the investment decision-making process, while acting within their fiduciary duty;
- establishing key principles based on use to govern what goods and services can be purchased with commissions, rather than relying on a narrowly defined rule set, and to ensure adequate disclosure to investors;
- providing principles-based interpretations of soft dollar arrangements through the use of practical examples, case studies, and illustrations of real-life soft dollar situations that meet or do not meet the objectives of fair, honest and transparent dealings with clients;
- including an overall objective to the Draft Regulation to expressly align the interests of the investor and the advisers, which would serve as the underlying guiding principle that can protect the investor and retain the flexibility necessary to allow innovation.

One commenter suggested that other than defining the key criteria for determining whether a good or service should be eligible, the role of a regulation should be to identify the specific goods and services that require special assessment as to their eligibility because the determination is not clear cut, and in cases where an adviser utilizes these services, it should be required to provide detailed disclosure that demonstrates why the good or service is appropriate in the context of its investment management process and the arrangements it has with clients.

Another commenter also added that the CSA notice did not indicate whether deficiencies in regulatory reviews of advisors have identified problems to require implementation of a rule.

Response:

We have essentially reformulated the Existing Provisions into a regulation. One of the objectives of creating the Draft Regulation was to provide consistent requirements across Canada, as the Existing Provisions only apply in two provinces and only have force of rule in Quebec. The objective of creating the Draft Policy was to provide additional guidance that would assist advisers in complying with the Draft Regulation, including examples of

goods and services that may be considered to be order execution services or research services.

In addition, we note that for several years, the annual reports published by the Compliance Department of the OSC's Capital Markets Branch have made reference to the identification of issues relating to soft dollars as a result of the compliance reviews performed.

However, we have made some amendments to the Draft Regulation and Draft Policy that we believe provide the adviser with greater flexibility to make determinations regarding its own compliance with the Draft Regulation. In addition, we believe that the approach we have taken in addressing the issues and concerns is not inconsistent with the approaches taken in other jurisdictions. Both the U.S. and U.K. identified similar issues and concerns; the U.S. issued new interpretive guidance to clarify the safe harbor provided under Section 28(e) of the Securities Exchange Act, and the U.K. finalized new rules and guidance, both of which contain lists of the types of goods and services they might consider eligible under their respective requirements / legislation in order to add clarity. Further, while we acknowledge that there may be differences in practices relating to the use of client brokerage commissions between advisers in Canada and these other jurisdictions, the common objective amongst the various jurisdictions is to address the inherent conflicts of interest associated with the use of client brokerage commissions for payment for goods and services other than order execution, which should therefore necessitate a similar approach and response, where justifiable.

Temporal Standard for “Order Execution Services”

In the course of responding to the questions relating to post-trade analytics and OMSs, a few commenters stated their views on the temporal standard proposed for “order execution services”.

One commenter noted that the CSA had proposed a temporal standard which differs from that of the SEC, but agreed that order execution services start at the time an investment decision is made as opposed to starting at the time an order is communicated to a dealer (as is the case in the U.S.). This commenter noted that this starting point would correspond with the entry of an order into an order management system.

The above view was supported by another commenter that stated that order execution services should include technology and services which assist in the execution of an order from the point at which the order life cycle starts (after the investment decision is made), and its reasoning for inclusion of post-trade analytics as order execution services included that the information gained from the measurement of the quality of execution can be used to make trading decisions. Two other commenters also justified inclusion of post-trade analytics as order execution services on the basis that they assist with the decisions of when, where and how to trade.

Another commenter was concerned that the temporal standard for “order execution services” as defined in the 2006 Regulation and 2006 Policy is contrary to long-standing industry practice. This commenter believed that the 2006 Policy indicated that “order execution services” means the entry, handling or facilitation of an order by a dealer, but not other tools that are provided to aid in the execution of trades, and on the basis of that belief, stated that the CSA has traditionally defined “order execution more broadly, leading market participants to develop a practice of paying for certain products, such as order management systems, with soft dollars as advisers use these to model, prepare and analyze prospective trades prior to the moment the trade order button is pushed”.

Response:

We have clarified the temporal standard in the Draft Policy to indicate that we would generally consider that goods and services directly related to the execution process would be provided or used between the point at which an adviser makes an investment decision (i.e., the decision to buy or sell a security) and the point at which the resulting securities

transaction is concluded. We have removed the word “trading” from the previously published starting point for the temporal standard of ‘after the investment or trading decision is made’ in order to clarify that to the extent that a good or service assists the adviser with determining the how, when or where to execute a transaction, we would consider this to be part of the order execution process, which should therefore fall within the temporal standard for order execution services as being directly related to order execution. This allows for consistency in the categorization of goods and services involved in the execution process regardless of the extent to which the adviser relies on the dealer for execution decisions, or contributes to or makes the decision itself.

In addition, we have also clarified in the Draft Policy that for the purposes of the Draft Regulation, the term “order execution”, as opposed to “order execution services”, means the entry, handling or facilitation of an order whether by a dealer or by an adviser through direct market access, but not other goods or services provided to aid in the execution of trades – these other goods and services could be considered “order execution services” to the extent they are directly related to order execution and meet the temporal standard. This clarification in relation to an adviser’s involvement with the entry, handling or facilitation of orders is intended to again allow consistency in the categorization of goods and services in those situations where an adviser is performing these functions itself through direct market access and is not reliant on the dealer for the execution.

While the temporal standard may be different than the standard used by the SEC, we do not believe the difference should cause any issues regarding the eligibility of particular goods or services between jurisdictions. Rather, there should only result in differences in how an eligible good or service has been categorized between the two jurisdictions; for example, a good categorized as research under the SEC’s temporal standard, might be categorized as order execution services under the Draft Regulation.

“Soft Dollars” Terminology

One commenter suggested that the definition of “soft dollar arrangements” does not traditionally include bundled services arrangements, and that to combine bundled and third-party arrangements under the same terminology could be confusing.

Three commenters believe the term has a negative connotation, as a result of public misuse and, at worst, could suggest unethical or even illegal behaviour. Two of these commenters noted that the FSA and SEC have dropped use of the term “soft dollars”.

Response:

The Draft Regulation does not materially change the scope of the services included as soft dollar arrangements from that in the Existing Provisions. The Existing Provisions specifically refer to bundled services – by including the statement “whether the services are provided by a dealer directly or by a third party” in relation to the definitions of both “order execution services” and “investment decision-making services”.

However, to help reduce any confusion on this point, and to address the other concerns raised, we have amended the Draft Regulation to remove reference to the term “soft dollar arrangements”.

Related-party soft dollar transactions

One commenter stated that soft dollars should not be permitted between related parties, and that these should be purchased at market rates and funded by the management fee.

Response:

We believe that any concerns relating to related-party transactions involving soft dollar arrangements can be adequately addressed through disclosure. The amendments made to

the disclosure requirements include identification of affiliated entities and the services they provided.

Application of Draft Regulation to sub-advisers

One commenter requested clarification on whether the Draft Regulation would apply when a Canadian registered investment adviser has delegated full discretionary investment management authority to a non-Canadian registered affiliate.

Other commenters had raised concerns regarding the difficulties or costs involved with obtaining information from sub-advisers in order to meet disclosure requirements.

Response:

As stated in section 2.1 of the Draft Policy, the term “advisers” includes registered advisers and registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers. A foreign sub-adviser that is not required to register in Canada by virtue of an exemption is therefore not itself subject to the Draft Regulation.

Regarding the disclosure required under the Draft Regulation, an adviser registered in a provincial jurisdiction where this Draft Regulation has been adopted would be responsible for the disclosure being made to a client in relation to the use of its client brokerage commissions by a sub-adviser, whether the sub-adviser is registered in one of these provinces or not; the disclosure requirements relate to the use of the client brokerage commissions themselves.

Other requests for clarification

One commenter indicated that some advisers seem to believe that they must limit the amount of independent or discretely priced research that they acquire, while they are not limited in the amount of proprietary research they receive from full-service brokers on a bundled basis. This commenter believed it would be helpful if the CSA made the statement that no such limit exists or is warranted, and that placing arbitrary percentages on any exposure to research is potentially harmful to the end investor.

Response:

In the notice that accompanied the 2006 Regulation, we stated that we believe that the forwarding of client brokerage commissions by dealers to third parties should be permitted in order to provide flexibility and promote the use of independent research. We also stated that we agreed with commenters to the Concept Paper that there should be no difference in the eligibility of these services based on who provided them. These statements should not be interpreted to mean that advisers should limit the amount of independent or discretely priced research that they acquire.

List of commenters

1. Accountability Research Corporation
2. AGF Funds Inc.
3. Alternative Investment Management Association – Canada Chapter
4. Baillie Gifford & Co.
5. Barclays Global Investors Canada Limited
6. British Columbia Investment Management Corporation

7. Bloomberg L.P.
8. BNY ConvergEx Group LLC
9. Canadian Advocacy Council
10. Canadian Bankers Association
11. Capital International Asset Management (Canada) Inc.
12. CIBC
13. Commission Direct Inc.
14. CPP Investment Board
15. Cumberland Private Wealth Management Inc.
16. Fidelity Investments Canada Limited
17. First Coverage Inc.
18. Greystone Managed Investments Inc.
19. Heathbridge Capital Management Ltd.
20. Highstreet Asset Management Inc.
21. Hillsdale Investment Management Inc.
22. Investment Adviser Association
23. Investment Counsel Association of Canada
24. Investment Company Institute
25. The Investment Funds Institute of Canada
26. IGM Financial Inc.
27. Investment Industry Association of Canada
28. ITG Canada Corp.
29. Kenmar
30. McLean Budden Limited
31. National Society of Compliance Professionals Inc.
32. Pacific Capital Management Ltd.
33. Perimeter Financial Corp.
34. Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
35. Raymond James Ltd.
36. RBC Asset Management Inc.

37. Reuters Canada Limited
38. TD Asset Management Inc.
39. TD Newcrest
40. T. Rowe Price Associates, Inc.
41. TSX Group Inc.
42. Veritas Investment Research Corporation
43. Wirth Associates Inc.

REGULATION 23-102 RESPECTING USE OF CLIENT BROKERAGE COMMISSIONS AS PAYMENT FOR ORDER EXECUTION SERVICES OR RESEARCH SERVICES

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (8), (11), (16) and (34))

PART 1 DEFINITIONS

1.1. Definitions

In this Regulation

“affiliated entity” has the meaning ascribed to it in section 1.3 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation.

“client brokerage commissions” means brokerage commissions paid for out of, or charged to, the client accounts or investment funds managed by the adviser.

“fully managed account” has the meaning ascribed to it in section 1.1 of Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions.

“order execution services” means:

- (a) order execution; and
- (b) other goods or services directly related to order execution.

“research services” means:

- (a) advice relating to the value of securities or the advisability of buying, selling or holding securities;
- (b) analyses or reports concerning securities, portfolio strategy, issuers, industries, or economic or political factors and trends; and
- (c) databases and software to the extent they are designed mainly to support the services referred to in (a) and (b).

PART 2 APPLICATION

2.1. Application

This Regulation applies to advisers and registered dealers in relation to any trade in securities for an investment fund, a fully managed account, or any other account or portfolio over which an adviser exercises investment discretion on behalf of third party beneficiaries, where brokerage commissions are charged by a dealer.

PART 3 USE OF COMMISSIONS ON BROKERAGE TRANSACTIONS

3.1. Advisers

- (1) An adviser may not enter into any arrangements to use client brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for goods and services other than order execution services or research services.
- (2) An adviser that uses client brokerage commissions as payment for order execution services or research services must ensure that:

(a) the goods or services benefit the client(s); and

(b) a good faith determination has been made that the amount of client brokerage commissions paid is reasonable in relation to the value of the order execution services or research services received.

3.2. Registered Dealers

A registered dealer may only accept commissions received from brokerage transactions, or forward to a third party any portion of such commissions, as payment for order execution services or research services.

PART 4 DISCLOSURE OBLIGATIONS

4.1. Disclosure

An adviser that uses client brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for goods and services other than order execution, must provide to its clients on an initial basis and, thereafter, at least annually, disclosure of:

(a) a description of the process for, and factors considered in, selecting dealers to effect securities transactions, including whether receiving goods and services in addition to order execution is a factor, and whether and how the process may differ for dealers that are affiliated entities;

(b) a description of the nature of arrangements entered into relating to the use of client brokerage commissions as payment for order execution services or research services;

(c) the names of the dealers and third parties that provided goods and services other than order execution under those arrangements and the types of goods and services provided, separately identifying each affiliated entity and the types of goods and services provided by each such affiliated entity;

(d) the procedures for ensuring that, over time, all clients whose brokerage commissions were used as payment for these goods and services have received reasonable benefit from such usage;

(e) the methods by which the overall reasonableness of the amount of client brokerage commissions paid to dealers in relation to the order execution services or research services received is determined;

(f) the total client brokerage commissions paid by the client during the period reported upon; and

(g) on an aggregated basis, where the level of aggregation has been determined by the adviser, the total client brokerage commissions paid during the period reported upon, along with the adviser's reasonable estimate of the portion of those commissions that represents the amounts paid or accumulated to pay for goods and services other than order execution during that period.

PART 5 EXEMPTION

5.1. Exemption

(1) The regulator or the securities regulatory authority may grant an exemption from this Regulation, in whole or in part, subject to such conditions or restrictions as may be imposed in the exemption.

(2) Despite subsection (1), in Ontario, only the regulator may grant such an exemption.

(3) Except in Ontario, an exemption referred to in subsection (1) is granted under the statute referred to in Appendix B of National Instrument 14-101 Definitions, opposite the name of the local jurisdiction.

PART 6 EFFECTIVE DATE

6.1. Effective Date

This Regulation comes into force six months from its approval date.

POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-102 RESPECTING USE OF CLIENT BROKERAGE COMMISSIONS AS PAYMENT FOR ORDER EXECUTION SERVICES OR RESEARCH SERVICES

PART 1 INTRODUCTION

1.1. Introduction

The purpose of this Policy Statement is to provide guidance regarding the various requirements of *Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research Services* (the “Regulation”), including:

- (a) a discussion of the general regulatory purposes for the Regulation;
- (b) the interpretation of various terms and provisions in the Regulation; and
- (c) guidance on compliance with the Regulation.

1.2. General

Registered dealers and advisers have a fundamental obligation to act fairly, honestly, and in good faith with their clients. In addition, securities legislation in some jurisdictions requires managers of mutual funds to also exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances. The Regulation is intended to provide more specific parameters for the use of client brokerage commissions where “client brokerage commissions” are defined as those brokerage commissions that are ultimately paid for out of, or charged to, the client accounts or investment funds managed by advisers. The Regulation also sets out disclosure requirements for advisers. This Policy Statement provides guidance on (a) the characteristics of the goods and services that may be paid for with client brokerage commissions, including some examples of permitted and non-permitted goods and services; (b) the obligations of advisers and registered dealers; and (c) the disclosure obligations.

PART 2 APPLICATION OF THE REGULATION

2.1. Application

(1) The Regulation applies to advisers and registered dealers. The reference to “advisers” includes registered advisers and registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers. The Regulation governs certain trades in securities where payment is made with client brokerage commissions, as set out in section 2.1 of the Regulation. The reference to “client brokerage commissions” includes any commission or similar transaction-based fee charged for a trade where the amount paid for the security is clearly separate and identifiable (e.g., the security is exchange-traded, or there is some other independent pricing mechanism that enables the adviser to accurately and objectively determine the amount of commissions or fees charged).

(2) The limitation of the Regulation to trades for which a brokerage commission is charged is based on the practical difficulties in applying these requirements to transactions such as principal transactions where a mark-up is charged. Advisers that obtain goods and services other than order execution in conjunction with such transactions will remain subject to their general fiduciary obligations to deal fairly, honestly and in good faith with clients, but will not be able to rely on the Regulation to demonstrate compliance with those obligations.

PART 3 ORDER EXECUTION SERVICES AND RESEARCH SERVICES

3.1. Definitions of Order Execution Services and Research Services

- (1) Section 1.1 of the Regulation includes the definitions of order execution services and research services and provides the broad characteristics of both.
- (2) The definitions do not specify what form (e.g., electronic or paper) the services should take, as it is the substance that is relevant in assessing whether the definitions are met.
- (3) An adviser's responsibilities include determining whether any particular good or service, or portion thereof, may be paid for with client brokerage commissions. In making this determination, the adviser is required under Part 3 of the Regulation to ensure both that the good or service meets the definition of order execution services or research services and that it benefits its client(s).

3.2. Order Execution Services

- (1) Section 1.1 of the Regulation defines "order execution services" as including the actual execution of the order itself, as well as other goods and services directly related to order execution. For the purposes of the Regulation, the term "order execution", as opposed to "order execution services", means the entry, handling or facilitation of an order whether by a dealer or by an adviser through direct market access, but not other goods or services provided to aid in the execution of trades.
- (2) To be considered directly related to order execution, goods and services should generally be integral to the arranging and conclusion of the transactions that generated the commissions. A temporal standard should be applied to ensure that only goods and services used by an adviser that are directly related to the execution process are considered order execution services. As a result, we generally consider that goods and services directly related to the execution process would be provided or used between the point at which an adviser makes an investment decision (i.e., the decision to buy or sell a security) and the point at which the resulting securities transaction is concluded. The conclusion of the resulting securities transaction occurs at the point that settlement is clearly and irrevocably completed.
- (3) For example, order execution services may include trading advice, such as advice from a dealer as to how, when or where to trade an order (to the extent it relates to the execution of a specific order and is provided after the point at which the investment decision is made by the adviser), order management systems (to the extent they help arrange or effect a securities transaction), algorithmic trading software and market data (to the extent they assist in the execution of orders), post-trade analytics from prior transactions (to the extent they are used to aid in a subsequent decision of how, when or where to place an order), and custody, clearing and settlement services that are directly related to an executed order that generated commissions.

3.3. Research Services

- (1) The Regulation defines research services as advice, analyses or reports regarding various subject matter relating to investments, as well as databases and software that support these services. In order to be eligible, research services generally should reflect the expression of reasoning or knowledge and be related to the subject matter referred to in the definition (i.e., securities, portfolio strategy, etc.). We would also consider databases and software that are used by advisers in support of or as an alternative to the provision by dealers of advice, analyses and reports to be research services to the extent they relate to the subject matter referred to in the definition. Additionally, a general characteristic of research services is that, in order to link these to order execution, they should be provided or used before an adviser makes an investment decision.

(2) For example, traditional research reports, publications marketed to a narrow audience and directed to readers with specialized interests, and seminars and conferences (i.e., fees, and not incidental expenses such as travel, accommodations and entertainment costs) would generally be considered research services. Databases and software that could be eligible as research services could include quantitative analytical software, market data from feeds or databases that has been or will be analyzed or manipulated to arrive at meaningful conclusions, and possibly order management systems (to the extent they provide research or assist with the research process).

3.4. Mixed-Use Items

(1) Mixed-use items are those goods and services that contain some elements that may meet the definitions of order execution services or research services, and other elements that either do not meet the definitions or that would not meet the requirements of Part 3 of the Regulation. Where mixed-use items are obtained by an adviser with client brokerage commissions, the adviser should make a reasonable allocation of those commissions paid according to the use of the goods and services. For example, advisers might use client brokerage commissions to pay for the portion of order management systems used in the order execution process, but should use their own funds to pay for any portion of the systems used for compliance, accounting or recordkeeping purposes.

(2) For purposes of making a reasonable allocation, an adviser should make a good faith estimate supported by a fact-based analysis of how the good or service is used, which may include inferring relative costs from relative benefits. Factors to consider might include the relative utility derived from, or the time the good or service is used for, eligible and ineligible uses.

(3) Advisers are expected to keep adequate books and records concerning the allocations made.

3.5. Non-Permitted Goods and Services

We consider certain goods and services to be clearly outside the scope of the permitted goods and services under the Regulation because they are not sufficiently linked to the securities transactions that generated the commissions. Goods and services that relate to the operation of an adviser's business rather than to the provision of services to its clients would not meet the requirements of Part 3 of the Regulation. Examples of these include office furniture and equipment (including computer hardware), trading surveillance or compliance systems, portfolio valuation and performance measurement services, computer software that assists with administrative functions, legal and accounting services relating to the management of an adviser's own business or operations, memberships, marketing services, and services provided by the adviser's personnel (e.g. payment of salaries, including those of research staff).

PART 4 OBLIGATIONS OF ADVISERS AND REGISTERED DEALERS

4.1. Obligations of Advisers

(1) Subsection 3.1(1) of the Regulation restricts an adviser from entering into any arrangements to use any portion of client brokerage commissions for purposes other than as payment for order execution services or research services, as defined in the Regulation. Arrangements consist of both formal and informal arrangements, including those informal arrangements for the receipt of such goods and services from a dealer offering proprietary, bundled services.

(2) Subsection 3.1(2) of the Regulation requires an adviser that uses client brokerage commissions to pay for order execution services or research services to ensure that certain criteria are met. The criteria include that the order execution services or research services acquired are for the benefit of the adviser's client(s). In order to benefit a client, the goods

and services should be used in a manner that provides appropriate assistance to the adviser in making investment decisions, or in effecting securities transactions. A good or service that meets the definition of order execution services or research services, but is not used to assist the adviser with investment decisions, or with effecting securities transactions, should not be paid for with client brokerage commissions. The adviser should be able to demonstrate how the goods and services paid for with client brokerage commissions are used to provide appropriate assistance.

(3) A specific order execution service or research service may benefit more than one client, and may not always directly benefit each particular client whose brokerage commissions were used as payment for the particular service. However, the adviser should have adequate policies and procedures in place to ensure that all clients whose brokerage commissions were used as payment for these goods and services, have received fair and reasonable benefit from such usage.

(4) Paragraph 3.1(2)(b) of the Regulation requires the adviser to ensure that a good faith determination has been made that the amount of client brokerage commissions paid for order execution services or research services is reasonable in relation to the value of the services received. This determination can be made either with respect to a particular transaction or the adviser's overall responsibilities for client accounts. The relevant measure for any such determination is the reasonableness of the amount of client brokerage commissions paid in relation to the order execution services and research services received and used by the adviser. An adviser that, by virtue of paying client brokerage commissions, is provided with access to goods and services, or receives goods or services on an unsolicited basis and does not use such items, will not be considered to be in violation of this obligation if it does not include these in its assessment of value received in relation to commissions paid. However, to the extent that an adviser makes use of any such goods or services, or considers the availability of such goods or services a factor when selecting dealers, the adviser should include these in its assessment of value received for commissions paid. An example of a situation where value received might not be reasonable in relation to value paid is where an adviser has accepted a full-service commission rate without negotiating for an execution-only rate, if the adviser intended only to rely on the dealer for order execution.

4.2. Obligations of Registered Dealers

Section 3.2 of the Regulation clarifies that a registered dealer may only charge and accept brokerage commissions for order execution services and research services. Further, the dealer may forward to a third party, on the instructions of an adviser, any portion of those commissions to pay for order execution services or research services provided to the adviser by that third party.

PART 5 DISCLOSURE OBLIGATIONS

5.1. Disclosure Recipient

Part 4 of the Regulation requires an adviser that has used client brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for goods and services other than order execution, to make certain disclosures to its clients. The recipient of the disclosure should typically be the party with whom the contractual arrangement to provide advisory services exists. For example, for an adviser to an investment fund, the client would typically be considered the fund, unless the adviser is also the trustee and/or the manager of the fund, or is an affiliate of the trustee and/or manager of the fund, in which case the adviser should consider whether its relationship with the fund presents a conflict of interest matter under *Regulation 81-107 respecting Independent Review Committee for Investment Funds* that requires review by the Independent Review Committee established in accordance with that Regulation, and whether it would be more appropriate for the disclosure to be made instead to the Independent Review Committee.

5.2. Timing of Disclosure

(1) Part 4 of the Regulation requires an adviser to make certain initial and periodic disclosure to its clients. Initial disclosure should be made before an adviser starts conducting business with each of its clients and then periodic disclosure should be made at least annually. The period of time chosen for the periodic disclosure should be consistent from period to period.

(2) For existing clients at the effective date of the Regulation, the adviser should make initial disclosure within six months of the effective date of the Regulation. If the adviser provides the first periodic disclosure to those clients within that six-month period, then separate initial disclosure would not be necessary. Otherwise, the initial disclosure to be made to those clients need only include the disclosure required by paragraphs 4.1(a) through (e) of the Regulation.

5.3. Adequate Disclosure

(1) For the purposes of the disclosure made under section 4.1 of the Regulation, the requirement on the adviser to provide disclosure regarding the use of its client brokerage commissions would include the use of those commissions by its sub-advisers.

(2) For the purposes of paragraph 4.1(b) of the Regulation, disclosure of the nature of arrangements relating to the use of client brokerage commissions should include whether the adviser or its sub-adviser(s) have entered into any such arrangements, whether those arrangements involve goods and services provided directly by a dealer or by a third party, and a description of the general mechanics of how client brokerage commissions are charged and used to pay for order execution services and research services under these arrangements.

(3) For the purposes of paragraph 4.1(c) of the Regulation, disclosure of the types of goods and services should be sufficient to provide adequate description of the goods and services received (e.g., algorithmic trading software, research reports, trading advice, etc.). Associating the types of goods and services received to each dealer or third party that provided that good or service is not necessary, except in the case of goods and services provided by affiliated entities. Affiliated entities and the types of goods and services each such entity provided should be separately identified. The disclosure made under paragraph 4.1(c) of the Regulation could be made at the firm-wide level, or at the level that corresponds to the level of aggregation or disaggregation of the client brokerage commissions disclosed under paragraph 4.1(g) of the Regulation, depending on the reliability of the information at a level other than firm-wide.

(4) For the purposes of paragraph 4.1(g) of the Regulation, when making disclosure of the aggregated client brokerage commissions paid by the adviser during the period reported upon, consideration should be given to the appropriate level of aggregation or disaggregation of the commission information needed to provide the client with sufficient information regarding the use of client brokerage commissions. For example, advisers that offer only private managed accounts might aggregate at the firm-wide level. Advisers that advise on behalf of multiple types of accounts (e.g. mutual funds, sub-advised accounts, and private managed accounts) might provide disclosure that aggregates for each account type. More granular disaggregation can be provided if the adviser believes it is appropriate; for example, for disclosure to a mutual fund it might be appropriate to disaggregate to the level of the particular mutual fund, rather than across all mutual funds. Advisers that have disaggregated their disclosure should also include firm-wide disclosure.

(5) Other than as indicated in subsection 5.2(2) of this Policy Statement, in order for the initial disclosure required under section 4.1 of the Regulation to be considered adequate, the adviser should provide the client with the most recent periodic disclosure, in relation to that section, that had been provided to the adviser's existing clients to meet paragraphs 4.1(a) through (e), and (g) of the Regulation.

(6) An adviser should disclose any additional information it believes would be helpful to its clients. For example, the adviser may determine that a break-out of the amounts disclosed under paragraph 4.1(g) of the Regulation into the components representing research services and other goods or services directly related to order execution provides useful information to its clients. Or, it may choose to include more granular disclosure that is required in another jurisdiction.

5.4. Form of Disclosure

Part 4 of the Regulation does not specify the form of disclosure. The form of disclosure may be determined by the adviser based on the needs of its clients, but the disclosure should be provided in conjunction with other initial and periodic disclosure relating to the management and performance of the account, portfolio, etc. For managed accounts and portfolios, the initial disclosure could be included as a supplement to the management agreement or account opening form, and the periodic disclosure could be provided as a supplement to a statement of portfolio.