

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation 81-408 des ACVM – Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, les textes suivants :

- Fiche d'information : Document de consultation 81-408 des ACVM – *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées*;
- Document de consultation 81-408 des ACVM – *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **9 juin 2017**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire générale
 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 :

Mathieu Simard
 Conseiller expert, Fonds d'investissement
 Autorité des marchés financiers
 Téléphone : 514 395-0337, poste 4471
 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4471
mathieu.simard@lautorite.qc.ca

Hugo Lacroix
 Directeur principal des fonds d'investissement
 Autorité des marchés financiers
 Téléphone : 514 395-0337, poste 4461
 Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4461
hugo.lacroix@lautorite.qc.ca

Le 12 janvier 2017



Fiche d'information : Document de consultation 81-408 des ACVM – Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées

Introduction

Les ACVM ont publié pour une période de consultation de 150 jours le Document de consultation 81-408 – *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées* (le **document de consultation**) afin de prendre une décision éclairée sur l'abandon de ces commissions en sollicitant des commentaires sur les points suivants :

- les effets potentiels de l'abandon des commissions intégrées sur les investisseurs et sur les participants au marché, notamment sur la prestation et l'accessibilité des conseils pour les investisseurs canadiens ainsi que sur les modèles d'affaires et la structure du marché;
- si nous décidons d'aller de l'avant, les mesures susceptibles d'aider à atténuer les répercussions négatives d'un tel changement;
- les autres options qui permettraient de gérer ou d'atténuer suffisamment les enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché que nous avons signalés.

Enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché soulevés par les frais des OPC

Sur la base des éléments probants recueillis, les ACVM ont établi que le paiement des commissions intégrées soulève les trois principales préoccupations suivantes en matière de protection des investisseurs et d'efficience du marché :

- les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs;
- l'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs;
- les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Les éléments probants indiquent également que les conflits d'intérêts suscités par ces paiements sont difficiles à gérer ou à atténuer.

Les ACVM estiment qu'il faut envisager de passer à des mécanismes de rémunération directe pour gérer ou atténuer ces enjeux. L'adoption de ce modèle de rémunération permettrait de :

- mieux concilier les intérêts des investisseurs et ceux des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants;
- clarifier l'information sur les services fournis et leurs coûts;

- faire participer les investisseurs directement au processus de rémunération du courtier et du représentant.

Les recherches qui apportent des éléments probants sur les trois principales préoccupations en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché sont résumées à l'Annexe A du document de consultation.

Aperçu de l'option proposée d'abandonner les commissions intégrées

Les ACVM prévoient que toute proposition de réglementation visant à abandonner les commissions intégrées toucherait l'ensemble des fonds d'investissement et des billets structurés offerts au moyen d'un prospectus ou sur le marché dispensé.

Elles estiment également que l'abandon de ces commissions interdirait tout paiement direct ou indirect au courtier par une autre personne que l'investisseur pour l'acquisition ou la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés. On s'attend à ce qu'une telle modification ait au moins pour effet d'interdire le paiement par les fonds d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement ou les émetteurs de billets structurés des commissions intégrées suivantes aux courtiers :

- les commissions de suivi ou les honoraires de service permanents;
- les commissions versées au moment de souscriptions effectuées selon l'option des frais d'acquisition reportés.

L'abandon des commissions intégrées ne signifie pas que les courtiers et leurs représentants devraient adopter des mécanismes de rémunération à honoraires. Les mécanismes de paiement direct sont variés et comprennent les commissions d'entrée, les honoraires horaires, les honoraires fixes, les honoraires fondés sur un pourcentage des actifs et tout autre mécanisme approprié où la rémunération n'est pas intégrée dans le produit, mais payée exclusivement par l'investisseur.

Les ACVM prévoient aussi que les gestionnaires de fonds d'investissement pourraient faciliter le paiement direct de la rémunération du courtier par l'investisseur en la déduisant du montant de la souscription ou en effectuant des retraits ou des rachats périodiques dans le compte de celui-ci, s'il y consent.

Répercussions possibles de l'abandon des commissions intégrées

La partie 4 du document de consultation fait état de l'évaluation des conséquences possibles de l'abandon des commissions intégrées que les ACVM ont réalisée en analysant les données sur les ménages canadiens et les titres de fonds ou autres qu'ils détiennent en général ainsi que les données sur les gestionnaires de fonds d'investissement et les distributeurs de fonds qui leur offrent des services. Les effets positifs pourraient notamment être les suivants :

- la réduction du nombre de séries de fonds et de la complexité des frais des fonds;
- l'arrivée sur le marché de nouveaux fournisseurs et distributeurs de produits à faible coût;

- l'accroissement de la concurrence sur le plan des prix et la diminution des frais de gestion des fonds;
- un changement d'orientation des recommandations au profit des produits à faible coût, notamment les produits gérés passivement;
- des innovations du marché en matière de distribution des produits et de conseils;
- une meilleure concordance entre les frais payés par les investisseurs pour recevoir des conseils financiers et les services que leur offrent les courtiers et les représentants.

D'après les recherches des ACVM, il est peu probable que l'abandon des commissions intégrées se traduise par une importante carence en matière de conseils pour les investisseurs individuels au Canada.

Le document de consultation sollicite des commentaires sur les effets négatifs que l'abandon des commissions intégrées pourrait avoir sur la concurrence, la structure du marché et les résultats obtenus par les investisseurs.

Mesures d'atténuation

Les ACVM n'ignorent pas la nécessité d'étudier et d'évaluer soigneusement les conséquences involontaires que pourrait entraîner l'abandon des commissions intégrées. La partie 5 du document de consultation traite de celles qui ont été relevées à ce stade.

Le document de consultation vise à définir de façon proactive les mesures d'atténuation et de transition capables de réduire les répercussions défavorables et involontaires de l'abandon des commissions intégrées et de faciliter un passage réussi aux mécanismes de rémunération directe si les ACVM décident d'aller de l'avant avec un projet réglementaire.

Réformes en cours et récentes

Les ACVM estiment que l'option d'abandonner les commissions intégrées servira de complément aux réformes récentes et en cours, notamment le régime d'information au moment de la souscription et la deuxième phase du Modèle de relation client-conseiller ainsi que les propositions de rehaussement de la relation personne inscrite-client (Document de consultation 33-404 des ACVM – *Propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients*).

Prochaines étapes

Les ACVM invitent les intervenants à formuler des commentaires sur le document de consultation, qui contient 36 questions. Compte tenu de l'ampleur des répercussions possibles de l'option réglementaire abordée dans le document de consultation, les ACVM tiennent une période de consultation exceptionnellement longue et encouragent les intervenants à fournir des données propres au marché canadien. Les mémoires doivent être transmis au plus tard le 9 juin 2017.

Pour favoriser le dialogue et la présentation de commentaires supplémentaires, des consultations en personnes seront tenues en 2017 dans certains territoires.

Les ACVM insistent sur l'importance de la contribution de toutes les parties prenantes pour leur permettre de prendre une décision éclairée et de définir des mesures réglementaires appropriées.

**DOCUMENT DE CONSULTATION 81-408 DES ACVM – CONSULTATION SUR
L'OPTION D'ABANDONNER LES COMMISSIONS INTÉGRÉES**

Le 10 janvier 2017

Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada
Administering the Canadian Securities Regulatory System

TABLE DES MATIÈRES

PARTIE 1 – INTRODUCTION	3
PARTIE 2 – PRINCIPAUX ENJEUX DE PROTECTION DES INVESTISSEURS ET D’EFFICIENCE DU MARCHÉ SOULEVÉS PAR LES FRAIS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF ET ÉLÉMENTS PROBANTS	9
PARTIE 3 – APERÇU DU PROJET D’OPTION D’ABANDONNER LA RÉMUNÉRATION INTÉGRÉE.....	19
PARTIE 4 – RÉPERCUSSIONS RÉGLEMENTAIRES.....	26
PARTIE 5 – MESURES D’ATTÉNUATION	84
PARTIE 6 – INTERVENTIONS ET OUTILS RÉGLEMENTAIRES EXISTANTS CONNEXES	92
PARTIE 7 – CONSULTATION ET PROCHAINES ÉTAPES	104
ANNEXE A – ÉLÉMENTS PROBANTS DÉMONTRANT LES PROBLÈMES ISSUS DES COMMISSIONS INTÉGRÉES POUR LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET L’EFFICIENCE DU MARCHÉ.....	108
ANNEXE B – AUTRES OPTIONS ENVISAGÉES.....	142
ANNEXE C – RÉFORMES INTERNATIONALES DES FRAIS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF	151
ANNEXE D – LISTE DES QUESTIONS DE LA CONSULTATION	175

PARTIE 1 – INTRODUCTION

Contexte

Le 13 décembre 2012, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) ont publié le Document de discussion et de consultation 81-407 – *Les frais des organismes de placement collectif* (le **document de consultation initial**)¹. Dans ce document, nous avons signalé des enjeux potentiels de protection des investisseurs et d'efficacité du marché soulevés par la pratique courante consistant à rémunérer les courtiers et leurs représentants pour la distribution de titres d'organismes de placement collectif (individuellement, un **OPC**) au moyen de commissions, notamment d'acquisition et de suivi, versées par les gestionnaires de fonds d'investissement (les **commissions intégrées**). Nous avons en particulier démontré comment les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui peuvent entraîner un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs auxquels ils fournissent des services.

Depuis la publication du document de consultation initial, les ACVM ont tenu des tables rondes et des forums de discussion² et commandé des études indépendantes afin d'examiner plus à fond les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché que nous avons signalés³. À l'issue de l'examen approfondi des commentaires ainsi recueillis et de nombreuses autres études indépendantes, nous avons constaté que les commissions intégrées soulèvent les trois principales préoccupations suivantes en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché au Canada :

1. les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs;
2. l'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs;
3. les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Les éléments probants que nous avons recueillis à ce jour démontrent que les commissions intégrées encouragent un comportement sous-optimal de la part des participants au marché des fonds d'investissement, y compris les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants ainsi que les investisseurs, ce qui réduit l'efficacité du marché et nuit à l'atteinte

¹ On peut consulter le document de consultation initial sur les sites Web des membres des ACVM.

² Voir la transcription de la table ronde de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tenue le 7 juin 2013, https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rpt_20130607_81-407_mutual-fund-fees-roundtable.pdf. La British Columbia Securities Commission et l'Autorité des marchés financiers ont tenu des forums de discussion respectivement au cours de l'été et de l'automne 2013.

³ Brondesbury Group, « Mutual Fund Fees Research », printemps 2015, https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/Brondesbury%20Mutual%20Fund%20Fee%20Research%20Report_e_ngr.pdf; Douglas Cumming, Sofia Johan et Yelin Zhang, « A Dissection of Mutual Fund Fees and Performance » (8 février 2016), https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rp_20160209_81-407_dissection-mutual-fund-fees.pdf.

des résultats obtenus par l'investisseur. En particulier, les données et les études que nous avons examinées donnent à penser que les commissions intégrées peuvent avoir les effets suivants :

- elles peuvent inciter les gestionnaires de fonds d'investissement à privilégier la rémunération des courtiers plutôt que la génération de rendement pour accumuler des actifs gérés et les conserver; ce comportement peut entraîner la sous-performance et la hausse des prix au détail des produits d'investissement par le jeu de la concurrence entre les gestionnaires de fonds d'investissement pour offrir des commissions attrayantes assurant la distribution de leurs produits;
- elles peuvent inciter les courtiers et leurs représentants à offrir les titres de fonds qui leur procurent la rémunération la plus élevée ou à promouvoir uniquement ceux qui incluent une commission intégrée plutôt que de recommander un produit d'investissement mieux adapté; plus particulièrement, elles peuvent les encourager à favoriser les fonds qui génèrent les commissions les plus élevées, comme les fonds à haut risque activement gérés, ce qui risque de nuire à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur;
- en raison de leur intégration et de leur complexité, elles peuvent empêcher les investisseurs d'évaluer et de gérer l'incidence des coûts de la rémunération des courtiers sur le rendement de leur investissement;
- elles peuvent amener les investisseurs à verser aux courtiers (indirectement sous la forme de frais de gestion de fonds) une rémunération qui ne reflète pas nécessairement le niveau des conseils et des services qu'ils reçoivent réellement; le coût des conseils et des services fournis peut excéder les avantages que les investisseurs en retirent.

Il apparaît que ces enjeux et leurs causes résultent d'un modèle de rémunération entraînant par nature des conflits d'intérêts dont les travaux de recherche donnent à penser qu'ils sont omniprésents et difficiles à gérer efficacement. Nous estimons, d'après les éléments probants que nous avons recueillis, que l'on doit envisager d'adopter un modèle de rémunération différent. Il faut proposer aux investisseurs un modèle qui leur donne des moyens d'agir et qui concilie mieux leurs intérêts et ceux des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants.

Consultation sur les mécanismes de rémunération directe

Avant de prendre des mesures réglementaires, et tout en observant les interventions réglementaires connexes qui sont en cours, nous souhaitons consulter les parties prenantes sur l'option d'abandonner les commissions intégrées et de faire la transition vers des mécanismes de rémunération directe ayant les effets suivants :

- mieux concilier les intérêts des investisseurs et ceux des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants;
- clarifier l'information sur les services fournis et leurs coûts;
- donner aux investisseurs des moyens d'agir en les faisant participer directement au processus de rémunération du courtier et du représentant.

L'éventail des mécanismes de rémunération directe pourrait notamment inclure des commissions versées au moment de l'acquisition, des honoraires fixes, des honoraires horaires et des honoraires fondés sur un pourcentage des actifs gérés, pourvu que, dans chaque cas :

- i. le mécanisme soit négocié et accepté exclusivement par l'investisseur et le courtier, par l'entremise du représentant, et fasse l'objet d'une convention explicite;
- ii. seul l'investisseur rémunère le courtier pour les services fournis en vertu de la convention.

Dans le contexte d'un modèle de rémunération directe, nous nous attendrions à ce que les courtiers offrent à leurs clients un mécanisme de rémunération qui correspond à leurs besoins et objectifs en matière d'investissement et au niveau de service désiré. Les gestionnaires de fonds d'investissement pourraient faciliter le paiement direct de la rémunération des courtiers par l'investisseur en la prélevant sur les avoirs de celui-ci (par exemple, des déductions sur le montant d'une souscription ou sur le produit de rachats périodiques effectués dans le compte de l'investisseur).

Nous reconnaissons qu'un tel changement pourrait avoir des répercussions profondes sur le secteur des fonds et sur les investisseurs au Canada, dont certaines involontaires. Aussi ne prendrons-nous la décision d'abandonner ou non les commissions intégrées qu'après avoir examiné et évalué attentivement les répercussions possibles d'une telle décision sur les investisseurs et sur les participants au marché et avoir consulté les parties prenantes. Les objectifs du présent document de consultation (le **document de consultation**) consistent donc à obtenir l'information dont les ACVM ont besoin pour prendre une décision éclairée sur l'abandon des commissions intégrées. En particulier, nos objectifs sont les suivants :

- évaluer les effets potentiels de l'abandon des commissions intégrées sur les investisseurs et sur les participants au marché, notamment :
 - sur la prestation et l'accessibilité des conseils pour les investisseurs canadiens;
 - sur les modèles d'affaires et la structure du marché, y compris sur le contexte concurrentiel du secteur canadien des fonds;
- si nous décidons d'aller de l'avant, trouver des mesures susceptibles d'aider à atténuer les répercussions négatives d'un tel changement;
- recueillir les avis sur d'autres options qui permettraient de gérer ou d'atténuer suffisamment les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché que nous avons signalés.

Nous insistons sur le fait que nous n'avons pas pris la décision d'abandonner les commissions intégrées. Nous poursuivons la consultation et nous nous interrogeons sur l'opportunité d'adopter des mesures réglementaires pour régler les enjeux soulevés par l'actuel modèle de rémunération à la commission, et nous encourageons les intervenants du secteur à élaborer des solutions et des innovations axées sur le marché qui règlent les enjeux dont nous traitons dans le présent document de consultation, notamment en adoptant des modèles d'affaires :

- centrés sur les intérêts des investisseurs;

- faisant coïncider les avantages qu'obtiennent les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants avec ceux des investisseurs;
- permettant à des investisseurs mieux informés, plus engagés et plus autonomes d'exiger des services qui correspondent aux frais qu'ils paient;
- favorisant des marchés financiers équitables, concurrentiels et efficaces, et renforçant la confiance dans notre marché.

Analyse des répercussions

La présente consultation fera fond sur nos consultations antérieures et sur l'important corpus d'études que nous avons examinées à ce jour. Nous demandons notamment aux parties prenantes des analyses et des points de vue :

- qui n'ont pas été présentés au cours des consultations précédentes;
- autant que possible, fondés sur des éléments probants, centrés sur des données et axés sur la réalité canadienne.

Jusqu'ici, le secteur des fonds a produit des études démontrant que les investisseurs bénéficiant de conseils accumulent au fil du temps un patrimoine plus important, et soutient que le versement de commissions intégrées est essentiel pour atteindre ce résultat, notamment dans le cas d'investisseurs moins aisés qui n'ont pas les moyens ou la volonté de payer directement pour des conseils.

Le secteur des fonds a également fait valoir que les conséquences de réformes réglementaires pertinentes dans d'autres territoires (comme au Royaume-Uni et en Australie) pouvaient donner une indication de l'incidence que l'abandon des commissions intégrées pourrait avoir au Canada. Les observations concernant les conséquences de réformes similaires à l'étranger sont certes instructives et éclairantes, mais, à notre avis, la mise en œuvre de réformes similaires au Canada pourrait ne pas avoir les mêmes répercussions. Les particularités de ces marchés étrangers, notamment les caractéristiques de leurs participants respectifs et de la dynamique concurrentielle spécifique dans laquelle ils évoluent, la structure de leur marché, les habitudes de leurs investisseurs en matière d'épargne ainsi que la portée de leurs réformes respectives, peuvent toutes jouer un rôle dans les répercussions qui les touchent en propre.

La présente consultation a donc pour objectif de recenser les effets potentiels de l'abandon des commissions intégrées au Canada en fonction de notre connaissance du marché des fonds et de ses participants, dont nos gestionnaires de fonds d'investissement, nos courtiers et les investisseurs auxquels ils fournissent leurs services. Nous voulons, entre autres choses, comprendre les répercussions potentielles d'un tel changement sur l'accessibilité et l'abordabilité des conseils pour les investisseurs canadiens, dont les moins nantis, et trouver des moyens d'atténuer ces répercussions. En définitive, nous voulons faire en sorte que toute mesure réglementaire que nous pourrions décider d'adopter apporte une solution canadienne aux problèmes propres au marché canadien, procure de meilleurs résultats aux investisseurs canadiens et réduise au minimum les perturbations pour les participants au marché. Il s'ensuit que l'apport des parties prenantes à la présente consultation est très important.

Interventions réglementaires connexes et autres solutions

Nous connaissons l'opinion de nombreux participants au secteur des fonds, selon laquelle une réforme des frais des OPC ne serait pas nécessaire du fait que nous avons récemment mis en œuvre des réformes visant à mieux informer les investisseurs sur les frais et le rendement dans le cadre de notre régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase de notre Modèle de relation client-conseiller (la **deuxième phase du MRCC**), et avons également formulé des propositions de rehaussement de la relation personne inscrite-client dans le Document de consultation 33-404 des ACVM – *Propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients* (le **Document de consultation 33-404 des ACVM**). Nous sommes également conscients du fait que les participants au secteur sont préoccupés par le grand nombre de mesures réglementaires qui influent actuellement sur leurs activités et qui les obligent à apporter des changements importants à leur exploitation et à leurs systèmes. Ils nous ont instamment invités à bien évaluer les résultats du régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase du MRCC une fois qu'ils auront été pleinement mis en œuvre, et à conclure les consultations relatives au Document de consultation 33-404 des ACVM avant d'annoncer que d'importantes nouvelles réformes s'imposent.

Nous sommes d'avis que l'abandon des commissions intégrées pourrait servir de complément à nos récentes réformes et propositions, en ce sens que les interventions déjà réalisées et celles qui sont en cours n'ont pas été conçues pour régler tous les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché dont nous traitons dans le présent document de consultation et pourraient ne pas suffire à cette fin. Nous croyons, en particulier, que tant que la rémunération des courtiers demeure intégrée dans les produits de fonds, les gestionnaires de fonds d'investissement pourront continuer de privilégier la rémunération des courtiers plutôt que le rendement pour accumuler des actifs gérés et les conserver. Ce modèle de rémunération pourrait maintenir les frais de fonds à des niveaux élevés et nuire à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur et à l'efficacité du marché, y compris à la concurrence effective dans notre marché. Nous estimons que l'abandon des commissions intégrées pourrait régler ces enjeux grâce à une meilleure conciliation des intérêts des investisseurs et de ceux des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants. Dans le présent document de consultation, nous sollicitons vos commentaires au sujet de notre évaluation de la mesure dans laquelle l'abandon des commissions intégrées pourrait être nécessaire pour régler les principales préoccupations qu'elles soulèvent, y compris votre opinion sur la capacité des récentes réformes en matière d'information et des propositions visant à améliorer la relation client-conseiller à répondre de façon suffisante, à elles seules, à nos préoccupations.

Nous avons également examiné et considéré attentivement un certain nombre d'autres options visant à régler les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché que nous avons signalés. Comme nous l'expliquons en détail à l'Annexe B du présent document de consultation, nous ne les avons pas retenues puisqu'elles ne nous paraissaient pas régler ces enjeux aussi directement ou fondamentalement que peut le faire l'abandon des commissions intégrées.

Consultation

Nous invitons les investisseurs, les participants aux secteurs des fonds d'investissement et des services financiers ainsi que toutes les autres parties intéressées à commenter les enjeux soulevés

dans le présent document de consultation. Certains membres des ACVM tiendront des consultations en personne en 2017 afin d'obtenir des commentaires supplémentaires et de poursuivre notre examen de ces enjeux. La partie 7 du présent document de consultation contient des indications sur la présentation de commentaires. La période de consultation prendra fin le **9 juin 2017**.

Structure du document de consultation

Le reste du présent document de consultation est structuré de la manière suivante :

- la partie 2 expose les principaux enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché que soulèvent les commissions intégrées et en expose les éléments probants;
- la partie 3 décrit le champ d'application potentiel de l'abandon des commissions intégrées si nous décidions de procéder par voie réglementaire;
- la partie 4 présente notre évaluation des répercussions potentielles de l'abandon des commissions intégrées sur le marché canadien des fonds et sur certaines parties prenantes, y compris les répercussions potentielles sur la structure du marché, sur les modèles d'affaires et sur l'accès des investisseurs canadiens aux conseils, le tout fondé sur une analyse de données concernant les investisseurs sur le marché canadien des fonds et les participants à ce marché;
- la partie 5 analyse les mesures susceptibles d'atténuer les répercussions potentielles et involontaires de l'abandon des commissions intégrées sur les investisseurs et sur le marché canadien des fonds;
- la partie 6 présente un aperçu des outils réglementaires existants et des interventions réglementaires connexes ainsi que notre évaluation de leur capacité à contribuer à régler les enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché que soulèvent les commissions intégrées;
- la partie 7 explique comment les parties prenantes peuvent fournir leurs commentaires et en quoi consistent les prochaines étapes;
- l'Annexe A présente un exposé détaillé des études qui fournissent les éléments probants des principaux enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché faisant l'objet de la partie 2;
- l'Annexe B expose d'autres options que nous avons examinées et les motifs pour lesquels nous ne les avons pas retenues;
- l'Annexe C présente un aperçu des réformes applicables à la rémunération des courtiers qui ont été mises en œuvre dans d'autres territoires;
- l'Annexe D présente la liste des questions posées dans le cadre de la consultation.

PARTIE 2 – PRINCIPAUX ENJEUX DE PROTECTION DES INVESTISSEURS ET D'EFFICIENCE DU MARCHÉ SOULEVÉS PAR LES FRAIS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF ET ÉLÉMENTS PROBANTS

À la suite de nos consultations menées au moyen du document de consultation initial et de notre examen d'études canadiennes et d'autres études indépendantes récentes sur les frais des OPC de même que de divers autres éléments probants, nous avons relevé les trois principaux enjeux suivants concernant la protection des investisseurs et l'efficacité du marché soulevés par la structure des frais des OPC au Canada :

1. les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs;
2. l'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs;
3. les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Nous approfondissons ci-après chacun de ces trois enjeux et faisons renvoi à diverses études et autres données présentées à l'Annexe A qui fournissent des éléments probants sur ces enjeux.

Nous examinons ensuite les implications réglementaires des éléments probants disponibles et la mesure dans laquelle elles révèlent un besoin de changement.

A. Enjeux et éléments probants connexes

Enjeu n° 1: Les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs.

D'après les éléments probants disponibles, l'actuel modèle de rémunération des courtiers au moyen de commissions intégrées semble favoriser une relation mutuellement avantageuse entre les gestionnaires de fonds d'investissement qui élaborent les produits de fonds et les courtiers et leurs représentants qui les distribuent. Ce modèle fait concorder les objectifs d'accumulation et de conservation d'actifs du gestionnaire de fonds d'investissement avec les objectifs de maximisation du revenu du courtier. Ces éléments probants donnent à penser que cette convergence d'objectifs commerciaux peut modifier le comportement des gestionnaires de fonds d'investissement et celui des courtiers et des représentants qui distribuent les produits du gestionnaire de fonds d'investissement d'une manière qui nuit à l'efficacité du marché et à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur. Plus particulièrement :

- i. les commissions intégrées peuvent réduire l'attention que le gestionnaire de fonds d'investissement doit porter au rendement du fonds, ce qui peut entraîner une sous-performance;

- ii. les commissions intégrées peuvent encourager les courtiers et les représentants à faire des recommandations d'investissement partiales qui pourraient nuire à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur;
 - iii. les commissions intégrées maintiennent les coûts des fonds à des niveaux élevés et freinent la concurrence en entravant l'accès au marché.
- i. *Les commissions intégrées peuvent réduire l'attention que le gestionnaire de fonds d'investissement doit porter au rendement du fonds, ce qui peut entraîner une sous-performance.*

Les gestionnaires de fonds d'investissement qui versent des commissions intégrées aux courtiers peuvent être incités à privilégier cette forme de rémunération plutôt que la génération de rendement pour accumuler des actifs gérés et les conserver. En conséquence, la structure des commissions intégrées peut encourager les gestionnaires de fonds d'investissement à considérer les courtiers et les représentants, plutôt que les personnes qui investissent dans leurs fonds, comme leurs « clients »⁴.

Les études que nous avons compilées et examinées donnent à penser que ce conflit d'intérêts inhérent entrave la recherche d'un rendement supérieur ajusté selon le risque par le gestionnaire de fonds d'investissement, ce qui nuit à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur.

⁴ Gloria Stromberg a formulé une observation analogue dans *Regulatory Strategies for the Mid-'90s, Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada*, janvier 1995, pages 17-18, où elle commente cette préoccupation comme suit :

[TRADUCTION] « *La nécessité de s'assurer des réseaux de distribution a aussi eu pour conséquence que les sociétés de fonds d'investissement indépendantes ne semblent plus considérer les personnes qui investissent dans des fonds d'investissement qu'elles parrainent comme des « clients », c'est-à-dire comme les personnes dont les besoins, les attentes et les intérêts devraient être au cœur de leur mission. Ces sociétés considèrent plutôt les placeurs – c'est-à-dire les courtiers en épargne collective, les spécialistes des organismes de placement collectif, les planificateurs financiers, les courtiers en placement et parfois les représentants de ces personnes – comme leurs « clients », et elles s'attachent à satisfaire leurs besoins au lieu de ceux des investisseurs. »*

Nous faisons remarquer que la Financial Services Authority (la **FSA**) du Royaume-Uni (maintenant connue sous le nom de Financial Conduct Authority) a formulé des observations analogues lors des travaux préparatoires des réformes issues du Retail Distribution Review dont il est question à l'Annexe C du présent document de consultation. Dans un discours intitulé « *Is the present business model bust?* » prononcé le 16 septembre 2006, le président du conseil de la FSA a déclaré ce qui suit :

[TRADUCTION] « *Et voici l'une des principales questions auxquelles nous devons répondre : qui est le véritable client du fournisseur? L'investisseur qui place son argent dans l'espoir d'obtenir un rendement acceptable ou le placeur qui, dans l'ensemble, garantit au fournisseur l'accès aux clients? Si, comme de nombreux observateurs le pensent, le placeur est le véritable client du fournisseur, toutes sortes de difficultés se posent qui perpétuent les lacunes du modèle actuel – surtout en ce qui concerne le traitement équitable du véritable client. Je peux comprendre que de nombreuses personnes soient frustrées par ce qu'elles appellent « la mainmise » que les conseillers exercent par le truchement des commissions, mais tant que les fournisseurs continueront de se faire concurrence en faisant miroiter des commissions alléchantes, les défauts constitutifs du modèle d'entreprise actuel perdureront. »*

ii. *Les commissions intégrées peuvent encourager les courtiers et les représentants à faire des recommandations d'investissement partiales qui pourraient nuire à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur.*

Les courtiers et les représentants qui sont rémunérés au moyen de commissions intégrées peuvent être incités à faire des recommandations d'investissement partiales et donnant priorité à la maximisation de leur rémunération plutôt qu'aux intérêts du client. Les études que nous avons compilées et examinées donnent à penser ce qui suit :

- la partialité en faveur de la rémunération découlant des commissions intégrées peut inciter les courtiers et les représentants :
 - à recommander des produits de fonds à coût plus élevé qui leur rapportent des commissions intégrées également plus élevées, plutôt que d'autres produits appropriés à coût plus faible pouvant offrir un meilleur rendement;
 - à promouvoir une option de souscription particulière⁵, comme celle des frais d'acquisition reportés⁶, qui procure des commissions intégrées initiales plus

⁵ Au Canada, on peut souscrire des titres d'OPC selon les quatre principales options suivantes :

1. **Sans frais d'acquisition** : L'investisseur ne paie pas directement de frais pour les titres qu'il souscrit ou fait racheter. Le gestionnaire de fonds d'investissement verse une commission de suivi au courtier.
2. **Avec frais d'acquisition reportés** : L'investisseur ne paie pas de frais d'acquisition pour les titres de fonds qu'il souscrit, mais il peut avoir à payer des frais de rachat s'il fait racheter ses titres avant la fin d'un délai déterminé. Le gestionnaire de fonds d'investissement verse une commission initiale et une commission de suivi au courtier. Voir la note 6 pour plus de détails sur cette option.
3. **Avec frais prélevés à l'acquisition** : L'investisseur paie au courtier, au moment de la souscription, des frais d'acquisition négociables qui sont déduits de la somme investie, mais il ne paie pas de frais de rachat lorsqu'il fait racheter les titres. Le gestionnaire de fonds d'investissement verse une commission de suivi au courtier.
4. **Comptes à honoraires** : L'investisseur ne paie pas de frais d'acquisition pour la souscription de titres, ni de frais de rachat lorsqu'il les fait racheter, mais il paie des honoraires continus directement au courtier conformément à une convention avec celui-ci. En règle générale, le gestionnaire de fonds d'investissement ne verse pas de rémunération au courtier.

⁶ Au moment où il effectue un investissement dans un fonds selon l'option des frais d'acquisition reportés (aussi appelée « option des frais de rachat »), l'investisseur ne verse pas de commission d'acquisition directement au courtier ou à son représentant. Par conséquent, la totalité de son investissement est placée dans le fonds. Même si, au moment de la souscription, l'investisseur ne paie pas de commission d'acquisition directement au courtier ou au représentant, le courtier et le représentant par l'entremise du courtier reçoivent habituellement du gestionnaire de fonds d'investissement une commission équivalant à 5 % de la somme investie. Le gestionnaire de fonds d'investissement peut emprunter l'argent nécessaire pour payer ces commissions et engage donc des frais de financement qu'il récupère sous forme de frais de gestion continus prélevés sur le fonds. Ainsi, le coût de ces commissions se trouve à être intégré dans les frais continus du fonds.

Les investisseurs ne versent pas de frais d'acquisition à leur courtier au moment de la souscription selon l'option des frais d'acquisition reportés, mais ils peuvent devoir payer des frais de rachat au gestionnaire de fonds d'investissement s'ils demandent le rachat de leur investissement avant la fin d'un délai déterminé, qui est habituellement de cinq à sept ans. Ces frais de rachat servent à dissuader l'investisseur de demander le rachat de l'investissement et, donc, à conserver les actifs gérés. Les frais de rachat sont décroissants, commençant

élevées, même s'il existe d'autres options de souscription qui pourraient mieux convenir aux besoins et aux objectifs de l'investisseur;

- la prestation de conseils partiels a un coût économique important sur les résultats obtenus par l'investisseur.

iii. Les commissions intégrées maintiennent les coûts des fonds à des niveaux élevés et freinent la concurrence en entravant l'accès au marché.

Les études que nous avons compilées et examinées semblent indiquer que la concurrence entre les gestionnaires de fonds d'investissement en vue d'offrir des commissions intégrées élevées pour favoriser et garantir la distribution de leurs produits favorise et maintient les frais globaux des fonds à un niveau élevé et défavorise la conception et la distribution d'autres produits à coût plus faible, ce qui a pour effet de limiter la concurrence des prix au Canada. La concurrence sur le plan des commissions a un effet de distorsion sur l'affectation des capitaux, car certains gestionnaires de fonds d'investissement sont plus avantagés que cela n'est justifié, alors que d'autres le sont moins et qu'enfin certains sont entièrement dissuadés d'accéder au marché.

Éléments probants

À l'Annexe A, nous présentons des éléments probants qui démontrent comment les conflits d'intérêts inhérents aux commissions intégrées modifient le comportement des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants aux dépens de l'efficacité du marché et des intérêts des investisseurs.

Enjeu n° 2 : L'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

D'après les éléments probants recueillis, l'intégration des commissions semble limiter la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs. Plus particulièrement :

habituellement autour de 6 % la première année et diminuant d'environ 1 % chaque année jusqu'à atteindre 0 % à la fin de la période de détention prévue. L'investisseur peut transférer son investissement dans d'autres fonds faisant partie du portefeuille du gestionnaire de fonds d'investissement sans avoir à acquitter de frais de rachat. Toutefois, des frais d'échange pouvant atteindre 2 % sont parfois exigés.

De nombreux gestionnaires de fonds d'investissement offrent une option de frais d'acquisition réduits, qui ressemble à l'option de frais d'acquisition reportés susmentionnée, mais dont l'échéancier de rachat est réduit, généralement à trois ans ou moins. La commission versée à l'acquisition par le gestionnaire de fonds d'investissement au courtier et les frais de rachat payables par l'investisseur lorsqu'il demande le rachat de son investissement avant la fin du délai prévu sont également réduits de façon correspondante (jusqu'à environ 2 % ou 3 %).

Dans le présent document de consultation, sauf indication contraire, l'« option des frais d'acquisition reportés » s'entend également de l'« option des frais d'acquisition réduits ».

Selon des données d'Investor Economics, en décembre 2015, 20 % des actifs des fonds canadiens totalisant 234 milliards de dollars étaient détenus selon l'option des frais d'acquisition reportés.

- i. l'absence de transparence des commissions intégrées réduit la connaissance des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs;
 - ii. les commissions intégrées ajoutent de la complexité aux frais des fonds, ce qui empêche les investisseurs de les comprendre;
 - iii. le fait que la rémunération des courtiers est intégrée dans le produit restreint la capacité de l'investisseur de contrôler directement ce coût et son effet sur les résultats de son investissement.
- i. *L'absence de transparence des commissions intégrées réduit la connaissance des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.*

Afin de promouvoir la distribution de titres de fonds, le secteur canadien des fonds a, dans les dernières années, progressivement délaissé les courtages versés à l'exécution des opérations directement par l'investisseur et opté pour une utilisation accrue, tant par les gestionnaires de fonds d'investissement que par les courtiers, de commissions intégrées dans le produit. Ainsi, en 1996, les commissions de suivi représentaient à peine plus du quart de la rémunération des représentants provenant des courtages, et dès 2011, cette part avait grimpé à 64 % selon les estimations⁷.

Ce délaissement progressif des courtages versés à l'exécution des opérations a réduit la transparence des coûts de la rémunération des courtiers et, par le fait même, la sensibilité des investisseurs à leur égard. Les études que nous avons compilées et examinées démontrent clairement que la majorité des Canadiens qui investissent dans des fonds ignorent qu'ils versent des frais au titre de conseils financiers ou du moins n'en connaissent pas le montant⁸. Par conséquent, ils ne tiennent pas compte de ces coûts dans leurs prises de décision. Ces études donnent à penser que les investisseurs sont plus sensibles aux courtages d'entrée, comme les frais prélevés à l'acquisition, lesquels sont transparents, et sont plus susceptibles de contrôler les frais transparents qu'ils paient directement.

- ii. *Les commissions intégrées ajoutent de la complexité aux frais des fonds, ce qui empêche les investisseurs de les comprendre.*

La complexité de la structure des frais des fonds et des options offertes est un autre élément contribuant à limiter la compréhension qu'en ont les investisseurs. Même si tous les coûts de la rémunération des courtiers que l'investisseur paie directement (comme les frais d'acquisition) et indirectement sous forme de frais continus (comme les commissions de suivi) sont indiqués dans les prospectus, dans l'aperçu du fonds et dans le rapport annuel sur les frais et les autres formes de rémunération, la disparité de ces frais entre les divers gestionnaires de fonds d'investissement, les types de fonds (par exemple, les catégories d'actifs), les séries de fonds et les options de souscription peut dépasser la capacité de l'investisseur de bien comprendre les frais d'un fonds

⁷ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, mars 2012, p. 9.

⁸ Le nouveau rapport sur les frais et les autres formes de rémunération mis en œuvre dans le cadre de la deuxième phase du MRCC vise à accroître la transparence des coûts de la rémunération des courtiers pour les investisseurs. Dans la partie 6 du présent document de consultation, nous présentons une analyse de la capacité de la deuxième phase du MRCC de régler l'Enjeu n° 2 susmentionné.

en particulier, y compris les coûts de la rémunération du courtier qui s'appliquent à son investissement.

En raison de la complexité de la structure des frais des fonds, tous les investisseurs, sauf les plus avertis, peuvent trouver difficile de mesurer la valeur des services qu'ils reçoivent par rapport aux coûts qu'ils paient et d'évaluer l'incidence de ces frais sur le rendement de leur investissement.

Les études que nous avons compilées et examinées semblent indiquer que la complexité du prix des produits financiers destinés aux investisseurs individuels augmente l'asymétrie de l'information entre les investisseurs et les concepteurs et placeurs de produits, ce qui amène les investisseurs à se fier à des intermédiaires mieux informés pour leurs choix et leurs décisions en matière d'investissement.

iii. Le fait que la rémunération des courtiers est intégrée dans le produit restreint la capacité de l'investisseur de contrôler directement ce coût et son effet sur les résultats de son investissement.

Puisque le coût de la rémunération des courtiers est intégré dans les frais de gestion continus du fonds, les investisseurs n'ont pas la possibilité de négocier directement ce coût et, en conséquence, n'ont aucun contrôle sur le montant qu'ils doivent payer en fin de compte à leur courtier et à son représentant. Le seul contrôle dont ils disposent sur les coûts de la rémunération des courtiers selon le modèle des commissions intégrées est d'exercer leur droit de vote sur un projet d'augmentation des frais de gestion du fonds (sur lesquels la rémunération des courtiers est prélevée)⁹.

Les possibilités de réduire, voire d'éviter, les commissions de suivi qu'ils paient indirectement sont extrêmement limitées pour les investisseurs individuels au Canada. Par conséquent, les investisseurs qui souhaitent recevoir peu de conseils ou n'en recevoir aucun doivent souvent payer le plein montant des commissions de suivi, sans réduction. Et ceux qui désirent recevoir des conseils mais qui veulent les payer directement plutôt que sous forme de commissions intégrées ne disposent eux aussi que d'options limitées, car les mécanismes de rémunération directe ne sont habituellement offerts que par des courtiers qui servent des investisseurs aisés. Nous constatons que la vaste majorité des gestionnaires de fonds d'investissement offrent maintenant des séries de titres assorties de frais pour services rendus (les « Série F », par exemple) moyennant un investissement minimal; le placement de ces séries de titres demeure toutefois limité par comparaison aux séries assorties de commissions intégrées en raison des minimums imposés par le courtier pour les comptes à honoraires¹⁰.

En outre, étant donné que les commissions de suivi sont prélevées au niveau du fonds et non pas au niveau du compte, certains investisseurs subventionnent indirectement certains coûts de rémunération des courtiers qui ne sont pas attribuables à leur propre investissement dans le fonds, ce qui signifie qu'ils paient indirectement des frais excédentaires. Cette pratique s'appelle

⁹ L'article 5.1 du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* prévoit que l'approbation préalable des porteurs de titres d'un fonds d'investissement est nécessaire en cas d'augmentation des honoraires ou des charges qui sont imputés au fonds d'investissement ou qui sont directement imputés à ces porteurs.

¹⁰ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, juillet 2016.

l'« interfinancement ». Par exemple, les investisseurs qui paient les frais prélevés à l'acquisition de titres d'un fonds peuvent interfinancer les coûts attribuables à des investisseurs qui paient des frais d'acquisition reportés¹¹. Les possibilités d'interfinancement seraient réduites si les frais de placement de chaque investisseur étaient prélevés sur son compte, ce qui permettrait à chaque investisseur de ne payer que ses propres coûts et donc d'avoir un meilleur contrôle sur ceux-ci.

L'incapacité pour les investisseurs de prendre des décisions éclairées tenant compte des coûts du fonds, y compris la rémunération des courtiers, et de contrôler ces coûts parce qu'ils sont intégrés dans le produit peut conduire à des choix et à des résultats d'investissement sous-optimaux.

Éléments probants

À l'Annexe A, nous présentons des éléments probants sur les faits suivants :

- l'absence de transparence et la complexité des frais des fonds, y compris les commissions intégrées, réduisent la connaissance et la compréhension de ces frais chez les investisseurs et, par conséquent, l'importance de ces frais comme facteur dans la prise de décision de l'investisseur;
- le fait que la rémunération des courtiers est intégrée dans le produit restreint la capacité des investisseurs de contrôler directement ces frais et a une incidence sur les résultats de l'investissement; cet élément probant comporte un aperçu des points suivants :
 - l'interfinancement résultant du prélèvement de la rémunération des courtiers au niveau du fonds;
 - les options limitées dont les investisseurs disposent au Canada pour réduire ou éviter le paiement de commissions intégrées.

Enjeu n° 3 : Les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Il n'existe généralement pas de relation claire entre le niveau des commissions intégrées que le gestionnaire de fonds d'investissement établit et paie aux courtiers et le niveau de services et de conseils que le courtier et les représentants fournissent à l'investisseur en échange de cette rémunération. Plus particulièrement :

- i. les investisseurs ne bénéficient pas d'une prestation continue de conseils correspondant aux commissions de suivi qu'ils paient en continu;
- ii. le coût des conseils fournis moyennant des commissions intégrées peut excéder les avantages qu'ils procurent aux investisseurs.

¹¹ La note 6 présente un exposé de l'option des frais d'acquisition reportés et des frais engagés par le gestionnaire de fonds d'investissement pour financer le paiement des commissions d'entrée aux courtiers pour les souscriptions effectuées selon cette option.

i. Les investisseurs ne bénéficient pas d'une prestation continue de conseils correspondant aux commissions de suivi qu'ils paient en continu.

Comme on le mentionne plus haut, les taux de commission de suivi peuvent varier entre les gestionnaires de fonds d'investissement, les types de fonds, les séries de fonds et les options de souscription. Ces taux peuvent également varier dans certains cas pendant la durée de l'investissement¹². Alors qu'on pourrait raisonnablement supposer que le taux de la commission de suivi correspond au niveau de services que l'investisseur reçoit de la part du courtier et de ses représentants (c'est-à-dire plus le taux est élevé, plus les services sont importants), la pratique actuelle indique plutôt qu'il n'existe pas de correspondance entre les frais payés et les services fournis en échange.

Les commissions intégrées sont payées aux courtiers sans égard à l'importance des services que fournit le représentant à l'investisseur relativement à un investissement dans un fonds. La même rémunération est payée, que le représentant fournisse uniquement des conseils liés à une opération ou qu'il assure la prestation continue d'une gamme plus étendue de services d'investissement et de conseils financiers personnalisés en fonction des besoins précis de l'investisseur. Par exemple, notre examen du marché canadien des fonds révèle que des commissions de suivi supérieures à la moyenne sont parfois payées pour des fonds d'investissement offrant des solutions toutes faites (c'est-à-dire des fonds de fonds) qui dispensent le représentant de sélectionner les fonds et de répartir les actifs pour leurs clients. De même, des courtiers exécutants qui n'offrent que des services d'exécution placent souvent des séries de fonds pour lesquelles ils obtiennent la même commission de suivi que celle que recevrait un courtier de plein exercice.

Le caractère uniforme du paiement de commissions de suivi ne semble donc pas concorder avec la prestation de services et de conseils adaptés aux besoins, aux attentes et aux préférences propres de l'investisseur. Parmi les facteurs contribuant à cette absence de concordance figurent vraisemblablement la méconnaissance et l'incompréhension qu'ont les investisseurs de ces frais, y compris la rémunération des courtiers (ainsi qu'on le mentionne à l'Enjeu n° 2 ci-dessus), ce qui les amène à ne pas exiger un niveau de services et de conseils proportionné aux frais qu'ils ont indirectement payés.

Faute de relation claire entre le taux de la rémunération intégrée payée aux courtiers et à leurs représentants et le niveau de services que l'investisseur reçoit en retour, le paiement de la rémunération intégrée peut être perçu comme lié à la simple distribution des produits du fonds plutôt qu'à la prestation continue de conseils et de services. Certains mémoires reçus du secteur en réponse à notre document de consultation initial semblent confirmer cette assertion, car plusieurs intervenants ont indiqué que les paiements de commissions de suivi supportaient les activités d'exploitation et de distribution des courtiers davantage que la prestation continue de conseils.

¹² Par exemple, on a constaté que certains taux de commission de suivi augmentaient chaque année au cours de laquelle l'investisseur continuait de détenir son placement, pour atteindre un maximum déterminé après un certain nombre d'années. On constate également que les taux de commission de suivi doublent habituellement à l'expiration d'une période de détention selon l'option des frais d'acquisition reportés (période de cinq à sept ans). Par exemple, le taux d'une commission de suivi de 0,50 % pour un placement détenu dans un fonds d'actions selon l'option des frais d'acquisition reportés pourrait atteindre 1,0 % à l'expiration de la période fixée pour le rachat.

Si, en échange des commissions intégrées prélevées sur leurs frais de gestion, les investisseurs ne bénéficient que de services de base ponctuels axés sur l'opération de souscription plutôt que de la prestation continue de services et de conseils, il se pourrait qu'ils paient indirectement trop cher pour les services qu'ils reçoivent réellement. En outre, comme le montant total des commissions intégrées augmente à mesure que la période de détention de l'investissement s'allonge, les investisseurs qui conservent leur investissement plus longtemps pourraient payer davantage de frais que les autres pour le même service de base.

ii. Le coût des conseils fournis moyennant des commissions intégrées peut excéder les avantages qu'ils procurent aux investisseurs.

Certaines des études que nous avons consultées laissent entendre que les investisseurs peuvent ne retirer aucun bénéfice net mesurable des conseils financiers qu'ils paient au moyen de commissions intégrées et que, dans certains cas, ils pourraient s'en trouver désavantagés. Certaines études démontrent que les conseils donnés par les représentants peuvent être teintés non seulement par leur partialité en faveur de la rémunération, mais également par l'insuffisance des compétences ou des connaissances de certains d'entre eux en matière de placement, lacune qui pourrait être corrigée, dans certains cas, par des obligations de compétence plus strictes. D'autres études laissent penser que les avantages que les investisseurs retirent des conseils des représentants peuvent être, en grande partie, d'ordre comportemental, et donc de nature immatérielle, comme l'apprentissage d'une bonne discipline d'épargne, la maîtrise de l'inertie, la réduction de l'anxiété et la création d'un lien de confiance.

Éléments probants

À l'Annexe A, nous présentons des éléments probants sur les faits suivants :

- les investisseurs ne bénéficient pas d'une prestation continue de conseils correspondant aux commissions de suivi qu'ils paient en continu;
- le coût des conseils fournis en échange de commissions intégrées peut excéder les avantages qu'ils procurent aux investisseurs.

Questions

1. Convenez-vous des enjeux exposés dans cette partie? Pourquoi?
2. Existe-t-il d'autres enjeux ou problèmes importants liés aux commissions intégrées? Veuillez, si possible, présenter des données qui illustrent votre argument.
3. Les commissions intégrées comportent-elles des avantages importants —accès aux conseils, efficacité et rentabilité des modèles d'affaires, concurrence accrue — qui l'emporteraient parfois ou toujours sur les enjeux ou les problèmes qui y sont liés? Veuillez, si possible, présenter des données qui illustrent votre argument.

B. Implications réglementaires

On peut conclure de ce qui précède que le versement de commissions intégrées dans le produit influe sur le comportement des participants au marché des fonds d'une manière qui nuit à la protection de l'investisseur, à l'équité et à l'efficacité de nos marchés financiers de même qu'à

la confiance des investisseurs à l'égard de nos marchés. Cette situation indique qu'il y aurait lieu d'envisager l'adoption de mesures réglementaires.

Afin de régler les enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché exposés dans le présent document de consultation, les ACVM ont examiné la gamme d'options réglementaires présentées dans le tableau suivant et en ont discuté :

Options réglementaires potentielles									
1. Utilisation des outils existants		2. Rehaussement des obligations d'information		3. Interventions axées sur les gestionnaires de fonds d'investissement			4. Rehaussement de la relation client-conseiller	5. Réformes des frais des OPC	
Déploiement du régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase du MRCC et suivi de leurs répercussions	Réalisation d'exams ciblés en vertu du <i>Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif</i>	Standardisation des rapports sur les coûts / le rendement dans la deuxième phase du MRCC	Amélioration de l'information sur les frais présentée dans l'aperçu du fonds (mieux contextualiser les frais des fonds)	Imposition d'une série distincte pour chaque option d'acquisition	Intégration des coûts de distribution dans les charges du fonds	Imposition de séries à rabais pour les investisseurs indépendants	Examen de la capacité des propositions énoncées dans le DC 33-404 à régler les enjeux relatifs aux frais des fonds	Plafonnement de toutes les formes de rémunération	Abandon de toutes les formes de rémunération intégrée

Projets réglementaires des ACVM retenus	Options de réglementation non retenues
---	--

Critères d'évaluation des options

Nous avons évalué cet éventail d'options et choisi celles qui devaient et celles qui ne devaient pas être retenues en fonction du critère suivant : la mesure dans laquelle l'option apporte une solution directe aux trois enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché que nous avons repérés. Nous nous sommes penchés plus particulièrement sur les questions suivantes :

- a. Combien de problèmes cette option règle-t-elle et dans quelle mesure?
- b. Son incidence serait-elle directe et immédiate plutôt qu'indirecte et progressive?
- c. Quel est notre degré d'incertitude quant à ses répercussions et à quelles conséquences involontaires peut-on s'attendre?
- d. Aurait-elle pour effet de simplifier ou de complexifier la structure des frais des fonds?
- e. Aurait-elle pour effet d'accroître la concurrence sur nos marchés et d'améliorer l'efficience des marchés en général?

Nous n'avons pas retenu les options qui auraient pu régler un enjeu dans une certaine mesure, mais qui n'en régleraient pas un autre ou pourraient vraisemblablement l'exacerber, ou encore

qui pourraient accroître la complexité des frais des fonds ou ne pas favoriser le rehaussement de la concurrence sur le marché.

Sous cet éclairage, notre analyse nous a amenés à **ne pas retenir les options surlignées en rouge** et à **retenir les options surlignées en vert** dans le tableau ci-dessus.

L'Annexe B du présent document de consultation décrit les options que nous avons décidé de ne pas retenir et les motifs pour lesquels nous l'avons fait.

Les options que nous avons retenues sont les suivantes :

- i. maintien et utilisation de nos outils existants, à savoir le rehaussement de la transparence des frais des fonds dans le cadre du régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase du MRCC et l'examen des mesures d'incitation au placement en vertu du *Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif* (le **Règlement 81-105**);
- ii. poursuite de l'examen des propositions formulées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM visant à rehausser les obligations des courtiers et de leurs représentants envers leurs clients;
- iii. abandon des commissions intégrées et passage aux mécanismes de paiement direct.

À la suite d'une évaluation approfondie, nous en sommes venus à la conclusion que les options i et ii ne peuvent apporter qu'une solution partielle aux enjeux signalés dans le présent document de consultation et que l'option iii pourrait devoir être conjuguée aux options i et ii pour atteindre les résultats escomptés. Nous considérons donc que l'option iii constitue un complément aux options i et ii.

Dans la partie 6 du présent document de consultation, nous exposons en détail notre évaluation de la capacité de notre réglementation existante et de nos propositions en cours à régler ces principaux enjeux et nous vous demandons votre opinion sur cette évaluation.

PARTIE 3 – APERÇU DU PROJET D'OPTION D'ABANDONNER LA RÉMUNÉRATION INTÉGRÉE

Dans la présente partie, nous abordons le champ d'application potentiel de l'abandon des commissions intégrées, dans l'éventualité où les ACVM décideraient de procéder par voie réglementaire. Plus particulièrement, nous examinons les points suivants :

- les types de titres qui seraient touchés,
- les types de paiements qui seraient abandonnés.

1. Types de titres touchés

Le Règlement 81-105, entré en vigueur en 1998, régit les paiements que les gestionnaires de fonds d'investissement peuvent faire aux courtiers dans le cadre du placement de titres d'un

fonds¹³. Si ce règlement ne s'applique actuellement qu'aux OPC qui sont émetteurs assujettis, force est de reconnaître que ses objectifs peuvent également s'appliquer à la distribution d'autres fonds d'investissement et produits d'investissement comparables que nous réglementons¹⁴.

Au cours des récentes années, les ACVM ont apporté des modifications visant à assurer la cohérence de l'encadrement réglementaire des éléments clés de tous les types de fonds d'investissement individuels, qu'ils soient structurés comme OPC, comme OPC négociés en bourse (soit des fonds négociés en bourse ou **FNB**) ou comme fonds d'investissement à capital fixe¹⁵. Nous avons également reconnu l'évolution des billets structurés¹⁶ comme produits

¹³ Le Règlement 81-105 est entré en vigueur le 1^{er} mai 1998. La partie 2 de l'Instruction complémentaire 81-105 présente le contexte de l'adoption du Règlement 81-105 et en décrit l'objet. Le Règlement 81-105 a été adopté par les ACVM pour répondre à une préoccupation exprimée par de nombreux intervenants du secteur des OPC : la stratégie réglementaire confinant aux prospectus l'information à fournir sur les pratiques commerciales et la discipline imposée par les forces de la concurrence sur le marché n'ont pas suffi à contrer les pratiques commerciales et les mécanismes de rémunération qui ont conduit à se demander si les courtiers participants et leurs représentants étaient incités à distribuer les titres d'OPC en fonction de mesures incitatives dont ils bénéficiaient plutôt qu'en fonction de la situation et des intérêts de leurs clients.

Le Règlement 81-105 a pour objet de mettre l'intérêt des investisseurs au premier plan des interventions des participants au secteur des OPC; il fixe les normes de conduite minimales que les participants doivent observer en vue de réduire autant que possible les contradictions entre les objectifs commerciaux légitimes des participants et leurs obligations fondamentales envers les investisseurs.

¹⁴ Voir, dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**), l'avis intitulé « Request For Comments on Sales Practices Applicable To The Sale Of Mutual Fund Securities – Notice of Proposed Rule and Proposed Companion Policy Under The Securities Act », OSC Bulletin, (1996) 19 OSCB, page 4727, dans lequel la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sollicitait des commentaires au sujet d'un projet de règlement provincial qui, par la suite, est devenu le Règlement 81-105 et a été adopté par tous les membres des ACVM. À la page 4728, la CVMO déclare : [TRADUCTION] « Bien que le présent projet de règlement ne s'applique qu'au placement de titres des OPC faisant appel public à l'épargne, la Commission est d'avis que les objectifs réglementaires du projet de règlement peuvent également s'appliquer au placement des titres de tous les véhicules de placement collectif. En définitive, le placement des titres de tous ces véhicules devrait être assujéti à des normes et à des règles identiques ou équivalentes. »

¹⁵ Voir les modifications définitives adoptées dans le cadre de la deuxième phase du projet de modernisation de la réglementation des produits de fonds d'investissement, entrées en vigueur le 22 septembre 2014, au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2014-06-19/2014juin19-81-102-avis-publ-finalacvm-fr.pdf>. L'objectif de la deuxième phase de ce projet consistait à déceler et à régler les problèmes d'efficacité du marché, de protection des investisseurs et d'équité qui résultaient des différences entre les régimes applicables aux OPC et aux fonds d'investissement à capital fixe faisant appel public à l'épargne, et à apporter les modifications nécessaires en vue d'instituer un régime plus cohérent pour l'ensemble des fonds d'investissement offerts aux investisseurs individuels. Dans le cadre de ces modifications, certaines des restrictions en matière d'investissement et des exigences opérationnelles applicables aux OPC et aux FNB ont été étendues aux fonds d'investissement à capital fixe.

¹⁶ Un billet structuré, ou billet lié, est un dérivé visé, au sens du *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*, pour lequel le montant payable est établi en fonction du cours, de la valeur ou du niveau d'un élément sous-jacent qui n'est pas lié aux activités ni aux titres de l'émetteur du billet. Les billets structurés émis sous le régime du prospectus préalable sont généralement des titres à capital non protégé émis par une institution de dépôt.

d'investissement pour les investisseurs individuels et fait part de notre intention de les réglementer de la même manière que les fonds d'investissement, s'il y a lieu¹⁷.

Jusqu'ici, les fonds d'investissement et les billets structurés offerts sur le marché dispensé n'ont généralement pas été soumis aux mêmes exigences que les fonds d'investissement individuels, mais nous considérons que les enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché soulevés par les commissions intégrées, comme on l'a établi à la partie 2, doivent être traités de la même manière pour les placements effectués par prospectus et les placements dispensés de prospectus. Agir autrement ouvrirait la porte à des possibilités d'arbitrage réglementaire¹⁸.

Constatant que la structure des frais de divers types de fonds d'investissement et de billets structurés inclut habituellement des commissions intégrées, et afin de favoriser un traitement égal entre des produits d'investissement comparables et de limiter les possibilités d'arbitrage réglementaire, nous prévoyons actuellement que toute proposition de réglementation visant à abandonner les commissions intégrées toucherait :

- les « fonds d'investissement »¹⁹, au sens de la législation en valeurs mobilières, et
- les billets structurés,

offerts au moyen d'un prospectus ou sur le marché dispensé sous le régime d'une dispense de prospectus.

Bien que des produits assimilables à des fonds d'investissement, comme les fonds distincts, ne soient pas régis par la législation en valeurs mobilières et échappent donc à un éventuel projet de réglementation des ACVM visant à abandonner les commissions intégrées, nous reconnaissons qu'il est important d'harmoniser la réglementation de ces produits, étant donné leur similarité avec les produits de fonds d'investissement, notamment en ce qui concerne le versement de commissions intégrées dans le produit à des intermédiaires. En conséquence, les ACVM continueront de travailler de concert avec les responsables de la réglementation d'assurance en

¹⁷ Dans l'Avis 44-305 du personnel des ACVM – Mise à jour 2015 – Billets structurés placés sous le régime du prospectus préalable (l'Avis 44-305 du personnel des ACVM), les ACVM ont reconnu l'évolution des produits structurés comme produits d'investissement destinés aux investisseurs individuels et fait part de leur intention d'adapter leur approche réglementaire pour assurer la cohérence, s'il y a lieu, de la réglementation des billets structurés et des produits similaires destinés aux investisseurs individuels, comme les fonds d'investissement. L'Avis 44-305 du personnel des ACVM signale également que certains émetteurs de billets structurés facturent des frais à la manière des gestionnaires de fonds d'investissement, notamment des frais d'acquisition et des frais de service permanents ou des commissions de suivi intégrés, qu'ils versent aux courtiers et à leurs représentants.

¹⁸ Dans le document de consultation initial, nous signalions qu'il pourrait y avoir d'autres produits de fonds d'investissement dont la structure de frais soulève des enjeux analogues de protection des investisseurs et d'équité envers ceux-ci, et que, par conséquent, nous devrions déterminer si une éventuelle intervention réglementaire de notre part devrait également s'appliquer aux autres fonds d'investissement et aux autres produits de valeurs mobilières comparables.

¹⁹ Un « fonds d'investissement » s'entend d'un OPC classique, d'un FNB et d'un fonds d'investissement à capital fixe.

vue d'atténuer le risque potentiel d'arbitrage réglementaire entre les fonds d'investissement et les fonds distincts individuels.

Dans le but de parvenir à une approche harmonisée, le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance (le **CCRRA**) a mis sur pied en 2015 le Groupe de travail sur les fonds distincts et lui a confié le mandat, entre autres choses, de relever les écarts potentiels entre les cadres réglementaires respectifs des fonds distincts et des OPC ainsi que d'évaluer le risque que les représentants en assurance cumulant des permis (assurance et épargne collective) s'adonnent à l'arbitrage réglementaire. Dans son document de discussion de mai 2016 sollicitant des commentaires sur la façon de combler les principaux écarts relevés dans la réglementation applicable aux OPC et aux fonds distincts²⁰, le CCRRA indique que, même s'il n'est pas au fait de l'existence de statistiques démontrant que des arbitrages réglementaires sont faits entre les OPC et les fonds distincts, il agira de façon proactive en vue de modifier la réglementation, s'il y a lieu, pour s'assurer que les intermédiaires ne sont pas incités à donner priorité à leurs propres intérêts sur ceux de leurs clients. Le document de discussion reconnaît que la consultation des ACVM sur la façon de régler les enjeux potentiels de protection des investisseurs et d'efficience du marché découlant des commissions intégrées est particulièrement pertinente, et le CCRRA examinera la politique que les ACVM adopteront sur cette question et évaluera son applicabilité aux fonds distincts²¹.

Questions

4. Dans le cas de chacun des produits d'investissement suivants, placés au moyen d'un prospectus ou sur le marché dispensé sous le régime d'une dispense de prospectus :
- OPC
 - fonds d'investissement à capital fixe
 - billet structuré
- devrait-on abandonner les commissions intégrées? Dans la négative :
- a. Sur quel fondement devrait-il être exclu?
 - b. Quel serait le risque que des arbitrages réglementaires soient faits sur le marché dispensé si les commissions intégrées n'étaient abandonnées que pour les produits placés au moyen d'un prospectus?
5. Y a-t-il des types particuliers d'OPC, de fonds d'investissement à capital fixe ou de billets structurés pour lesquels les commissions intégrées ne devraient pas être abandonnées? Pourquoi?
6. Y a-t-il d'autres types de produits d'investissement pour lesquels les commissions intégrées devraient être abandonnées? Pourquoi?

²⁰ Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance, Groupe de travail sur les fonds distincts, Document de discussion, mai 2016, [http://ccir-ccrra.org/fr/init/Segregated%20Funds/IVICs%20Issues%20Paper%20\(FRN\).pdf](http://ccir-ccrra.org/fr/init/Segregated%20Funds/IVICs%20Issues%20Paper%20(FRN).pdf)

²¹ *Ibid.*, p. 15.

2. Types de paiements abandonnés

Le Règlement 81-105 interdit actuellement aux OPC qui sont des émetteurs assujettis et aux membres de l'organisation d'un OPC de payer une somme d'argent aux courtiers participants ou à leurs représentants à l'occasion du placement de titres de l'OPC. Ce règlement comporte cependant des exceptions à cette interdiction, soit le paiement de commissions (y compris des commissions de suivi) et le soutien des activités de commercialisation et de formation des courtiers par les membres de l'organisation d'OPC.

Si nous décidions de mettre de l'avant un projet de règlement, nous prévoyons actuellement que nous chercherions à mettre fin à tout paiement direct ou indirect au courtier par une autre personne que l'investisseur pour la souscription ou la détention des titres décrits ci-dessus. Le règlement interdirait le versement au courtier d'une rémunération payée ou financée par le fonds d'investissement, le gestionnaire de fonds d'investissement ou l'émetteur de billets structurés par prélèvement sur les actifs ou le revenu du fonds.

Nous prévoyons qu'une telle modification aurait au moins pour effet d'interdire le paiement par les fonds d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement ou les émetteurs de billets structurés des commissions intégrées suivantes aux courtiers :

- les commissions de suivi ou les honoraires de service permanents;
- les commissions versées au moment de souscriptions effectuées selon l'option des frais d'acquisition reportés.

Il y a lieu de préciser que l'abandon des commissions intégrées permettrait aux courtiers et à leurs représentants d'adopter un éventail de mécanismes de rémunération. Dans le cadre de mécanismes de rémunération directe, ils pourraient choisir d'être rémunérés au moyen de commissions d'entrée (comme les commissions versées au moment de l'acquisition), d'honoraires horaires, d'honoraires fixes, d'honoraires fondés sur un pourcentage des actifs gérés du client (un **mécanisme de rémunération à honoraires**) ou d'un autre mécanisme approprié, pourvu que, dans chaque cas :

- a. le mode et le taux de la rémunération du représentant relativement à la souscription d'un titre et à la prestation d'autres services à l'investisseur soient négociés et acceptés exclusivement par l'investisseur et le courtier, par l'entremise du représentant, et fassent l'objet d'une convention explicite;
- b. seul l'investisseur rémunère le courtier pour les services fournis en vertu de la convention.

Dans le contexte de mécanismes de rémunération directe, nous nous attendrions à ce que les courtiers et les représentants offrent à leurs clients des mécanismes de rémunération qui correspondent à leurs besoins et objectifs en matière d'investissement et reflètent le niveau de service désiré. Par exemple, des honoraires continus devraient être facturés pour la prestation continue de services.

Nous croyons que les conditions exposées ci-dessus permettent d'atténuer l'étroite convergence d'intérêts entre les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants.

Les fonds d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement et les émetteurs de billets structurés ne seraient plus autorisés à verser de rémunération aux courtiers ou à financer cette rémunération par prélèvement sur leurs propres actifs ou sur leur revenu relativement à la souscription ou à la détention d'un titre par un investisseur, mais nous prévoyons les autoriser à faciliter le paiement de la rémunération du courtier par l'investisseur. En particulier, le gestionnaire de fonds d'investissement serait autorisé à prélever la rémunération du courtier au moyen de déductions sur le montant d'une souscription ou encore de retraits ou de rachats périodiques effectués dans le compte de l'investisseur, et à remettre ces sommes au courtier au nom de l'investisseur, pourvu que celui-ci consente à ce mode de paiement.

À l'heure actuelle, nous prévoyons permettre le versement des types de rémunération suivants aux courtiers :

- les commissions d'indication de clients versées à une personne inscrite ou par une telle personne²²;
- les commissions versées au courtier qui sont prélevées sur les commissions de placement à l'occasion du placement de titres d'un fonds d'investissement ou de billets structurés qui ne constitue pas un placement permanent dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne;
- le versement de sommes d'argent ou la fourniture d'avantages non pécuniaires par les gestionnaires de fonds d'investissement aux courtiers et aux représentants pour le soutien d'activités de commercialisation et de formation en vertu de la partie 5 du Règlement 81-105²³;

²² Les commissions d'indication de clients sont définies dans le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* et demeurerait autorisées sous réserve des exigences de ce règlement.

²³ En vertu de la partie 5 du Règlement 81-105, les membres de l'organisation de l'OPC peuvent faire ce qui suit :

- payer au courtier les coûts directs engagés par lui pour une conférence pour les investisseurs ou un séminaire pour les investisseurs ou d'autres conférences ou séminaires préparés ou présentés par le courtier (articles 5.1 et 5.5);
- fournir un avantage non pécuniaire à un représentant d'un courtier en lui permettant d'assister à une conférence ou à un séminaire organisé et présenté par le gestionnaire de fonds d'investissement (article 5.2);
- payer les frais d'inscription d'un représentant du courtier à une conférence, un séminaire ou un cours organisé et présenté par une personne qui n'est pas le gestionnaire de fonds d'investissement (article 5.3);
- fournir un avantage non pécuniaire de nature promotionnelle et de valeur minimale au représentant d'un courtier;

sous réserve, dans chaque cas, que les conditions prévues soient respectées.

- les paiements de transfert internes²⁴, d'une société au courtier au sein d'un fournisseur de services financiers intégré²⁵, qui ne sont pas directement liés à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés par l'investisseur.

Nous reconnaissons que les types de paiements décrits ci-dessus peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts susceptibles de continuer à inciter les personnes inscrites à adopter un comportement qui ne favorise pas les intérêts de l'investisseur. Par conséquent, nous sollicitons vos réponses aux questions suivantes.

Questions

7. Adhérez-vous à la proposition d'abandonner tous les paiements faits par d'autres personnes que l'investisseur pour la souscription ou la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés? Pourquoi?
8. Devrions-nous envisager d'abandonner d'autres frais ou paiements relativement à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés, notamment :
 - a. le versement de sommes d'argent et la fourniture d'avantages non pécuniaires par les gestionnaires de fonds d'investissement aux courtiers et aux représentants en vertu de la partie 5 du Règlement 81-105;
 - b. les commissions d'indication de clients;
 - c. les commissions de placement?

Pourquoi? Ces types de frais et de commissions présentent-ils un risque d'arbitrage réglementaire et, dans l'affirmative, de quelle ampleur?
9. Si le versement de sommes d'argent et la fourniture d'avantages non pécuniaires aux courtiers et aux représentants pour le soutien d'activités de commercialisation et de formation en vertu de la partie 5 du Règlement 81-105 sont maintenus après l'abandon des commissions intégrées, devrions-nous envisager de modifier la portée de ces versements et avantages? Dans l'affirmative, pourquoi?
10. En ce qui a trait aux paiements de transfert internes :
 - a. Le Règlement 81-105, qui régit les paiements au sein de fournisseurs de services financiers intégrés, assure-t-il un traitement égal entre les fonds en propres et les

²⁴ Voir le Bulletin n° 0689-P de l'ACFM, *Mise en œuvre des exigences du Règlement 31-103 relativement aux modifications de la deuxième phase du MRCC – Foire aux questions (FAQ)*, 13 mai 2016. La question n° 18 et la réponse de l'ACFM aux pages 9 et 10 traitent des paiements de transfert internes.

²⁵ Pour les besoins de la présente consultation, un « fournisseur de services financiers intégré » s'entend d'un groupe constitué d'au moins un courtier et un gestionnaire de fonds d'investissement ou un émetteur de billets structurés membre du même groupe.

fonds de tiers?

- b. Devrait-on abandonner les paiements de transfert internes à des courtiers membres de fournisseurs de services financiers intégrés qui sont liés à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés? Pourquoi? Dans quelle mesure les fournisseurs de services financiers intégrés font-ils directement ou indirectement des paiements de transfert internes à leurs courtiers membres et à leurs représentants afin de les inciter à distribuer leurs produits?
- c. Devrait-on abandonner certains types de paiements de transfert internes qui ne sont pas liés à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés par un investisseur?

11. Si nous décidions d'abandonner les commissions intégrées, devrions-nous autoriser les gestionnaires de fonds d'investissement ou les émetteurs de billets structurés à faciliter le paiement de la rémunération du courtier par l'investisseur en la prélevant sur l'investissement de celui-ci et en la remettant en son nom au courtier?

PARTIE 4 – RÉPERCUSSIONS RÉGLEMENTAIRES

La présente partie fait état de notre évaluation des répercussions possibles, sur le marché, de l'abandon des commissions intégrées. Nous nous appuyerons en particulier sur des données que nous avons recueillies et les conclusions que nous en avons tirées pour évaluer les répercussions que ce changement pourrait avoir sur le secteur canadien des fonds d'investissement, notamment sur les structures de marché, les modèles d'affaires ainsi que l'accessibilité et l'étendue des conseils offerts aux investisseurs individuels.

Nous avons divisé la présente partie en quatre rubriques. À la rubrique 1, nous indiquons plusieurs faits importants concernant les ménages canadiens, le marché des fonds et le placement de titres de fonds et de valeurs mobilières en général qui nous aideront à prévoir les répercussions possibles, sur le marché, de l'abandon des commissions intégrées. À la rubrique 2, nous donnons un aperçu des répercussions importantes ou générales que l'abandon des commissions intégrées pourrait avoir sur le marché. À la rubrique 3, nous nous penchons plus précisément sur les répercussions sur certaines parties prenantes. Enfin, à la rubrique 4, nous concluons en indiquant de quelle manière l'abandon des commissions intégrées pourrait régler les principaux enjeux soulevés à la partie 2 du présent document de consultation. Nous comptons sur toutes les parties prenantes pour qu'elles nous fassent part de leurs commentaires et nous fournissent des données en réponse aux conclusions auxquelles nous arrivons ici.

1. Faits importants concernant le marché des fonds et ses participants

Pour être en mesure d'évaluer les interventions possibles concernant les frais des fonds, les ACVM devaient d'abord comprendre et analyser ce qu'elles savent du marché actuel et, en particulier, de ses divers participants, c'est-à-dire les souscripteurs de titres de fonds avec ou sans conseils, les consommateurs de services financiers en général, l'accès des investisseurs individuels aux conseils, les réseaux de distribution de titres de fonds d'investissement et les gestionnaires de fonds d'investissement.

Pour chacun de ces groupes, nous fournissons ci-dessous des renseignements pertinents tirés de données d'Investor Economics, de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'OCRCVM), de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (l'ACFM), de Morningstar Direct et du sondage réalisé par le service Canadian Financial Monitor d'Ipsos²⁶.

a. Ménages canadiens

À la fin de 2015, le patrimoine financier des ménages canadiens atteignait 3,8 billions de dollars, soit une augmentation annuelle moyenne de 5,8 % depuis 2005. Par comparaison, le crédit aux ménages (sous l'impulsion principalement de l'augmentation des prêts hypothécaires résidentiels) a progressé de 7,6 % au cours de la même période pour atteindre un peu moins de 2 billions de dollars à la fin de 2015. De manière générale, et cette question a été amplement traitée ailleurs²⁷, les ménages canadiens sont plus endettés qu'il y a dix ans.

Pour ce qui est de l'actif du bilan des ménages canadiens, une part importante et croissante de leur patrimoine financier total se composait globalement²⁸ de fonds, de trésorerie et d'équivalents de trésorerie. À la fin de 2015, ils détenaient 1,5 billion de dollars, soit 40 % de leur patrimoine financier total, dans des titres de fonds d'investissement et 1,2 billion de dollars, soit 32 % de leur patrimoine total, en trésorerie et équivalents de trésorerie²⁹. En comparaison, les valeurs mobilières détenues directement (actions et obligations) représentaient seulement 524 milliards de dollars, soit 14 % du patrimoine financier total. Le total des actifs détenus dans des obligations, en particulier, a diminué au cours des dix dernières années, tandis que les actifs détenus dans des actions ont connu une croissance relativement modeste.

Bien que les titres de fonds d'investissement, la trésorerie et les équivalents de trésorerie représentaient une part importante du patrimoine financier total des ménages à la fin de 2015, les placements dans des fonds d'investissement ont connu la croissance la plus rapide depuis 2005. En moyenne, ils ont augmenté de 7,9 % par an au cours des dix dernières années, comparativement à 5,1 % pour la trésorerie et les équivalents de trésorerie.

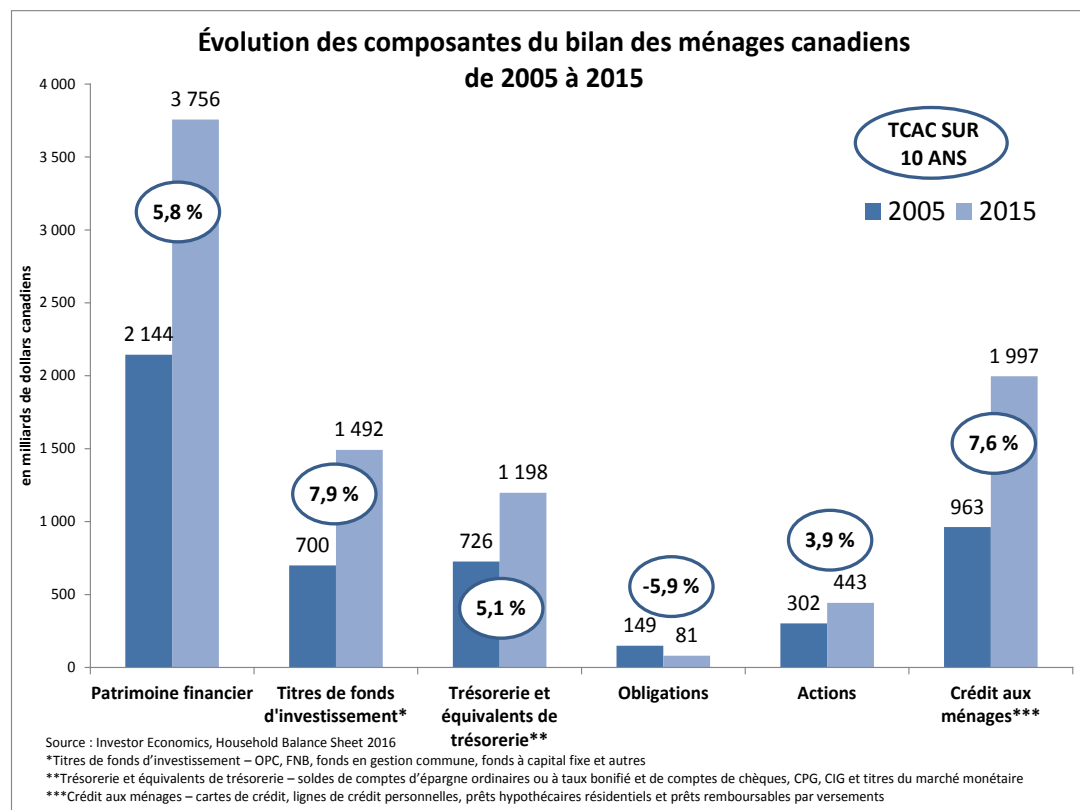
²⁶ Nous avons tenté, dans la mesure du possible, de présenter les données les plus récentes disponibles.

²⁷ Voir, par exemple, Maciej Onoszko, *Canada's record household debt is threatening its financial stability, global bankers fear*, Bloomberg News, le 24 octobre 2016.

²⁸ Il est important de mentionner que les chiffres globaux du patrimoine des ménages ne renseignent pas sur l'importance de ces produits d'épargne et de placement pour le ménage moyen ou certains segments de ménages (par exemple, le marché de masse, les ménages aisés, etc.). Par exemple, les fonds d'investissement pouvaient représenter 40 % du patrimoine financier total des ménages à la fin de 2015, mais ils ne représentent pas 40 % du patrimoine financier du ménage canadien moyen.

²⁹ Investor Economics, *Household Balance Sheet Report, Update and Rebased Forecast*, juillet 2016. Dans ce rapport, le patrimoine financier (*Financial Wealth*) désigne les produits financiers détenus dans le but d'accumuler du patrimoine et de le préserver, y compris les instruments à court terme, les dépôts (comme les CPG et les titres liés au marché), les titres à revenu fixe, les actions, les fonds d'investissement et les actifs détenus dans des régimes de capitalisation comme les régimes à cotisations déterminées (mais non les régimes à prestations déterminées).

Figure 1 : Bilan global des ménages canadiens



Penchons-nous maintenant sur la répartition des ménages en fonction des actifs et de la détention de titres de fonds d'investissement en analysant les données de 2012 provenant du service Canadian Financial Monitor d'Ipsos³⁰.

La majorité des ménages canadiens ont moins de 100 000 \$ d'actifs à investir

³⁰ Le sondage du service Canadian Financial Monitor d'Ipsos est une étude multiclients réalisée auprès d'un échantillon annuel de 12 000 ménages qui sont représentatifs, sur les plans démographique et régional, de la population canadienne. Chaque ménage remplit un questionnaire détaillé dans lequel il fournit des renseignements complets sur tous les aspects de ses avoirs financiers et de ses activités financières.

Tableau 1 : Répartition des ménages en fonction de la détention de titres de fonds d'investissement et de la tranche d'actifs à investir

Répartition des ménages en fonction des actifs à investir et de la détention de titres de fonds (base : ensemble des ménages)

Actifs à investir des ménages	Ménages qui détiennent	Ménages qui ne détiennent	% du total des ménages
	des titres de fonds d'investissement	pas de titres de fonds d'investissement	
Jusqu'à 100 000 \$	14,6%	52,6%	67,2%
De 100 000 \$ à 500 000 \$	18,0%	8,9%	27,0%
Plus de 500 000 \$	4,5%	1,4%	5,9%
% du total des ménages	37,1%	62,9%	100,0%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Le premier fait important à connaître au sujet des ménages canadiens est que la majorité de ceux qui épargnent ont 100 000 \$ ou moins d'actifs à investir. À la fin de 2012, 67 % se trouvaient dans cette situation³¹ (les **ménages du marché de masse**), 27 % avaient de 100 000 \$ à 500 000 \$ d'actifs à investir (les **ménages du marché intermédiaire**) et 6 % avaient au moins 500 000 \$ d'actifs à investir (les **ménages aisés**).

La majorité des ménages canadiens ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement

Le deuxième fait important est que la majorité des ménages canadiens ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement. À la fin de 2012, ils étaient 37 % à en détenir³².

Les ménages du marché de masse constituent la majorité des ménages qui ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement

Tableau 2 : Répartition des ménages en fonction de la détention de titres de fonds d'investissement

Répartition des ménages en fonction des actifs à investir et de la détention de titres de fonds (base : ménages qui détiennent ou non des titres de fonds)

Actifs à investir des ménages	Ménages qui détiennent	Ménages qui ne détiennent	% du total des ménages
	des titres de fonds d'investissement	pas de titres de fonds d'investissement	
Jusqu'à 100 000 \$	39,4%	83,6%	67,2%
De 100 000 \$ à 500 000 \$	48,6%	14,2%	27,0%
Plus de 500 000 \$	12,0%	2,2%	5,9%
% des ménages qui détiennent ou non des titres de fonds	100,0%	100,0%	100,0%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

³¹ Les « actifs à investir » comprennent les liquidités, les CPG, les obligations, les actions et les titres de fonds d'investissement. Seuls les ménages ayant un solde positif d'actifs à investir et ceux ayant un revenu total inférieur à 30 000 \$ qui détiennent sous forme de liquidités plus de 30 % de leur revenu sont considérés comme ayant des actifs à investir.

³² Dans cette partie, nous examinons les placements dans des produits de fonds d'investissement et dans toutes sortes d'autres produits intégrés, y compris les OPC, les fonds distincts, les billets structurés, les billets à capital protégé, les fonds spéculatifs, afin de nous faire une idée de l'ensemble du marché des fonds d'investissement et des produits intégrés détenus par les ménages canadiens.

La majorité des ménages qui ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement (84 %) sont, de loin, ceux qui ont 100 000 \$ ou moins d'actifs à investir.

Toutefois, la majorité des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement ont accumulé un patrimoine financier de niveau modeste à moyen

À l'instar de la part des ménages canadiens qu'ils représentent, les ménages du marché de masse et les ménages du marché intermédiaire forment le gros des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement.

En 2012, 39 % de tous les ménages qui détenaient des titres de fonds d'investissement étaient des ménages du marché de masse, 49 %, des ménages du marché intermédiaire, et les 12 % restants, des ménages aisés.

Les titres de fonds d'investissement, comme la plupart des valeurs mobilières, sont le plus souvent détenus par des ménages ayant accumulé un patrimoine financier conséquent

La répartition de la détention de titres de fonds, comme celle du patrimoine financier en général, penche du côté des ménages ayant davantage d'actifs à investir³³. Les ménages du marché de masse semblent sous-représentés par rapport à la part du total des ménages qu'ils représentent (seulement 39 % de ces ménages détiennent de ces titres, même s'ils représentent 67 % de l'ensemble des ménages), tandis que la situation semble inversée pour les ménages du marché intermédiaire et les ménages aisés. Les titres de fonds d'investissement, comme la plupart des valeurs mobilières, ont tendance à intéresser davantage les ménages aisés.

Les ménages du marché de masse préfèrent investir dans les produits d'épargne classiques plutôt que dans les fonds d'investissement

Tableau 3 : Répartition des ménages par tranche d'actifs à investir

Répartition des ménages en fonction des actifs à investir et de la détention de titres de fonds
(base : tranche d'actifs à investir des ménages)

Actifs à investir des ménages	Ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement	Ménages qui ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement	% des ménages dans la tranche d'actifs à investir
Jusqu'à 100 000 \$	21,8%	78,2%	100%
De 100 000 \$ à 500 000 \$	66,8%	33,2%	100%
Plus de 500 000 \$	76,1%	23,9%	100%
% du total des ménages	37,1%	62,9%	100%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Ce manque d'intérêt relatif ressort de l'examen de la proportion de ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement par tranche d'actifs à investir. Le tableau 3 ci-dessus présente la répartition des ménages canadiens qui détiennent de ces titres (37 % de l'ensemble des ménages).

³³ Investor Economics estime qu'à la fin de 2015, les ménages ayant un patrimoine financier inférieur à 100 000 \$ détenaient 7 % du patrimoine financier total, tandis que les ménages ayant un patrimoine financier supérieur à 500 000 \$ détenaient 81 % du patrimoine financier total au Canada (Investor Economics, *Household Balance Sheet* 2016).

À la fin de 2012, seulement 22 % des ménages du marché de masse détenaient des titres de fonds d'investissement. En règle générale, ces ménages détiennent des produits financiers plus prudents, tels que des liquidités ou des CPG. Par ailleurs, 67 % des ménages du marché intermédiaire et 76 % des ménages aisés détenaient des titres de fonds d'investissement à la fin de 2012. Là encore, les ménages ayant des niveaux d'épargne modestes investissent moins dans les fonds d'investissement que les ménages ayant accumulé un patrimoine conséquent.

Les ménages détenant des titres de fonds d'investissement et ayant accumulé un patrimoine modeste sont moins susceptibles d'indiquer qu'ils ont recours aux services d'un conseiller

Tableau 4 : Répartition des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement par tranche d'actifs à investir

Répartition des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement en fonction des actifs à investir et du recours aux services d'un conseiller (base : tranche d'actifs à investir des ménages)

Actifs à investir des ménages	Ménage n'ayant pas		% des ménages dans la tranche d'actifs à investir
	Ménages ayant recours aux services d'un conseiller	recours aux services d'un conseiller	
Jusqu'à 100 000 \$	45,0%	55,0%	100%
De 100 000 \$ à 500 000 \$	66,0%	34,0%	100%
Plus de 500 000 \$	72,4%	27,6%	100%
% des ménages qui détiennent des titres de fonds	58,5%	41,5%	100%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Le tableau 4 ci-dessus présente la répartition des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement (c'est-à-dire le sous-ensemble composé de 37 % de l'ensemble des ménages) en fonction du recours aux services d'un conseiller³⁴.

Comme on peut le constater, les données indiquent que le recours aux services d'un conseiller est surtout le fait des ménages les plus aisés, puisqu'il tend à augmenter avec le niveau d'actifs à investir. À la fin de 2012, seulement 45 % des ménages du marché de masse qui détenaient des titres de fonds d'investissement ont indiqué avoir eu recours aux services d'un conseiller³⁵, alors que la majorité des ménages du marché intermédiaire (66 %) et des ménages aisés (72 %) détenant des titres de fonds d'investissement y avaient eu recours.

³⁴ Le terme « conseiller » utilisé dans le présent document de consultation ne renvoie pas à la catégorie d'inscription d'une personne physique auprès des autorités canadiennes en valeurs mobilières, mais désigne plutôt, en langage simple utilisé par le public, y compris les participants et les investisseurs du secteur des fonds, le représentant.

³⁵ Les personnes sondées ont répondu « oui » à la question de savoir si un membre de leur ménage avait eu recours aux services d'un planificateur ou d'un conseiller financier pour l'aider à gérer son portefeuille. Il convient de noter que cette question dépend de l'impression du répondant qu'il a ou non un conseiller. Aucun sens précis n'a été attribué au terme « conseiller » dans le sondage.

b. Distribution des titres de fonds d'investissement

Qu'ils aient ou non recours aux services d'un conseiller, les ménages doivent passer par un courtier pour souscrire des titres de fonds d'investissement. Pour prévoir les répercussions possibles, sur le marché, de l'abandon des commissions intégrées, il est essentiel de comprendre de quelle manière les investisseurs ont accès à ces fonds. Nous examinerons cette question sous différents angles et à partir de diverses sources de données, à commencer par celles du service Canadian Financial Monitor d'Ipsos.

Dans les tableaux ci-dessous, la distribution de fonds est ventilée comme suit :

- placeurs appartenant à une institution de dépôt³⁶;
- placeurs appartenant à un assureur³⁷;
- placeurs indépendants³⁸;
- autres placeurs de fonds intégrés³⁹.

Les tableaux portent sur la manière dont les ménages se sont procuré des titres de fonds d'investissement. Les ménages peuvent entretenir des relations simultanées avec différents types de placeurs (par exemple, en faisant affaire avec une institution de dépôt et un assureur ou une institution de dépôt et un indépendant ou seulement une institution de dépôt, etc.). Nous avons fait des recoupements entre les types de placeurs de fonds en regroupant, d'une part, les institutions de dépôt et les assureurs (les placeurs de produits financiers intégrés classiques) et, d'autre part, les indépendants et les autres placeurs (que l'on appelle habituellement « courtiers en épargne collective indépendants »).

Les ménages qui n'ont pas souscrit les titres de fonds auprès d'une institution de dépôt, d'un assureur, d'un indépendant ou d'un autre courtier les ont souscrits par l'entremise d'une association⁴⁰ ou n'ont pas indiqué de quelle manière ils l'ont fait.

³⁶ Le terme « appartenant à une institution de dépôt » désigne les courtiers ou les gestionnaires de fonds d'investissement qui appartiennent à de telles institutions, y compris les banques, les coopératives d'épargne et de crédit et les caisses populaires.

³⁷ Le terme « appartenant à un assureur » désigne les courtiers ou les gestionnaires de fonds d'investissement qui appartiennent à un assureur ou qui sont membres du même groupe que lui.

³⁸ Le terme « indépendant » désigne les courtiers ou les gestionnaires de fonds d'investissement qui n'appartiennent pas à une institution de dépôt ou à un assureur et qui ne sont pas membres du même groupe qu'un gestionnaire de fonds d'investissement.

³⁹ On entend par « autres placeurs de fonds intégrés » les courtiers qui n'appartiennent pas à une institution de dépôt ou à un assureur et qui ne sont pas membres du même groupe qu'eux, mais qui sont membres du même groupe qu'un gestionnaire de fonds d'investissement, ainsi que les gestionnaires de fonds d'investissement qui n'appartiennent pas à une institution de dépôt ou à un assureur et qui ne sont pas membres du même groupe qu'eux, mais qui sont membres du même groupe qu'un courtier.

⁴⁰ On entend par « association » un courtier ou un gestionnaire de fonds d'investissement qui appartient à une association commerciale ou professionnelle.

La plupart des ménages souscrivent des titres de fonds d'investissement auprès d'un courtier appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur

Tableau 5 : Répartition des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement en fonction de la relation avec le courtier

Répartition des ménages en fonction du type de relation
(base : ensemble des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement)

Type de relation	Titres souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	Titres non souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	% des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement
Titres souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	8,2%	78,5%	86,7%
Titres non souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	9,5%	3,8%	13,3%
% des ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement	17,7%	82,3%	100,0%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Les courtiers en épargne collective appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur dominent la distribution des titres de fonds au Canada. À la fin de 2012, de la tranche de 37 % de ménages qui détenaient des titres, 87 % les avaient souscrits auprès d'un placeur appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur, et seulement 18 % auprès d'un indépendant ou d'un autre placeur (un faible pourcentage des ménages les ayant souscrits par l'entremise des deux groupes de courtiers).

Les ménages ayant accumulé un patrimoine modeste sont moins susceptibles de souscrire des titres de fonds auprès d'un courtier indépendant

Tableau 6 : Répartition des ménages du marché de masse en fonction de la relation avec le courtier

Répartition des ménages en fonction du type de relation
(base : ménages détenant des titres de fonds d'investissement qui ont au plus 100 000 \$ d'actifs à investir)

Type de relation	Titres souscrits auprès d'un courtier indépendant ou d'un autre courtier	Titres non souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs
Titres souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	5,3%	82,6%	87,9%
Titres non souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	8,8%	3,3%	12,1%
% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs	14,0%	86,0%	100,0%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Tableau 7 : Répartition des ménages du marché intermédiaire en fonction de la relation avec le courtier

Répartition des ménages en fonction du type de relation

(base : ménages détenant des titres de fonds d'investissement qui ont de 100 000 \$ à 500 000 \$ d'actifs à investir)

Type de relation	Titres souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	Titres non souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs
Titres souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	9,7%	75,9%	85,6%
Titres non souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	10,2%	4,2%	14,4%
% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs	19,8%	80,2%	100,0%

Source : Service Canadian Financial Monitor d'Ipsos 2012

Tableau 8: Répartition des ménages aisés en fonction de la relation avec le courtier

Répartition des ménages en fonction du type de relation

(base : ménages détenant des titres de fonds d'investissement qui ont au moins 500 000 \$ d'actifs à investir)

Type de relation	Titres souscrits auprès d'un placeur indépendant ou autre	Titres non souscrits auprès d'un courtier indépendant ou autre	% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs
Titres souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	11,8%	75,3%	87,1%
Titres non souscrits auprès d'une institution de dépôt ou d'un assureur	9,4%	3,4%	12,9%
% des ménages détenant des titres de fonds d'investissement dans la tranche d'actifs	21,2%	78,8%	100,0%

Source : Ipsos Canadian Financial Monitor (2012)

Les ménages du marché de masse sont moins susceptibles de souscrire des titres de fonds auprès d'un placeur indépendant ou autre. À la fin de 2012, seulement 14 % d'entre eux avaient souscrit des titres de cette manière, comparativement à 18 % de l'ensemble des ménages et à 21 % des ménages aisés. Ils étaient en outre beaucoup plus susceptibles de souscrire des titres uniquement auprès d'un courtier appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur (83 %) que les ménages ayant davantage d'actifs à investir (76 % et 75 % respectivement pour les ménages du marché intermédiaire et les ménages aisés).

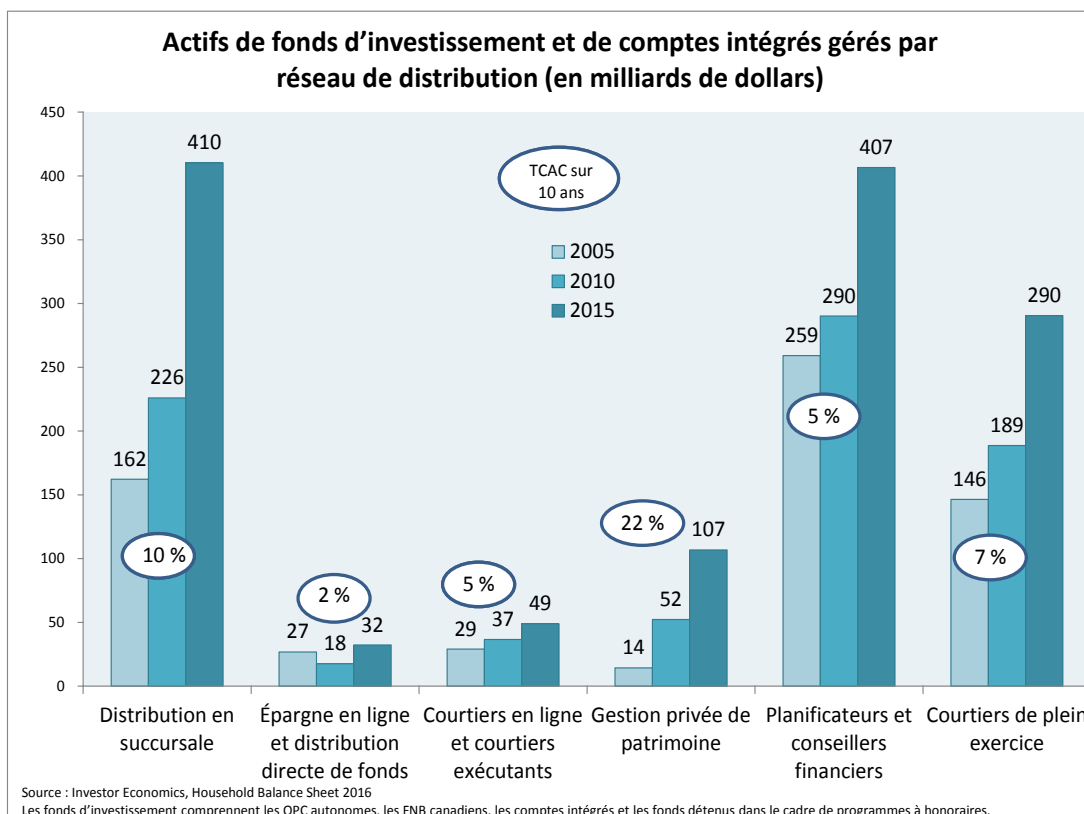
Les placeurs appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur dominent la distribution des titres de fonds d'investissement

Tous niveaux d'actifs à investir confondus, les placeurs appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur dominent généralement la distribution des titres de fonds d'investissement. La majorité des ménages s'adressaient à eux pour au moins un de leurs placements dans ces titres (88 % pour le marché de masse, 86 % pour le marché intermédiaire et 87 % pour les ménages aisés). Le recours à des placeurs appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur n'était pas inférieur à 86 % pour tous les types de ménages et le secteur dans son ensemble. Les données laissent penser que les placeurs indépendants et autres laissent en règle générale une empreinte assez faible sur le marché à l'heure actuelle.

Ces observations sont confirmées par les données d'Investor Economics⁴¹. Dans les deux graphiques ci-dessous, nous présentons les actifs des fonds d'investissement et des comptes intégrés, leur taux de croissance annuel composé (TCAC) sur dix ans et la part de marché dans les six catégories de distribution établies par Investor Economics, soit la distribution en succursale, l'épargne en ligne et la distribution directe de fonds, les courtiers en ligne et les courtiers exécutants, la gestion privée de patrimoine, les planificateurs et conseillers financiers et les courtiers de plein exercice. Nous faisons également ressortir l'évolution de la part de marché des placeurs appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur dans chaque réseau.

Les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur dominent la distribution des titres de fonds d'investissement

Figure 2 : Actifs de fonds d'investissement par réseau de distribution



Comme le montre la figure 2 ci-dessus, la majeure partie des actifs de fonds sont gérés par des succursales et des planificateurs et conseillers financiers.

⁴¹ Ces données sont semblables à celles d'Ipsos en ce sens qu'elles concernent la distribution de fonds d'investissement. Investor Economics utilise sa propre classification des placeurs, laquelle ne correspond pas exactement à nos catégories d'inscription et comprend dans certains cas des groupes qui ne tombent pas dans ces catégories.

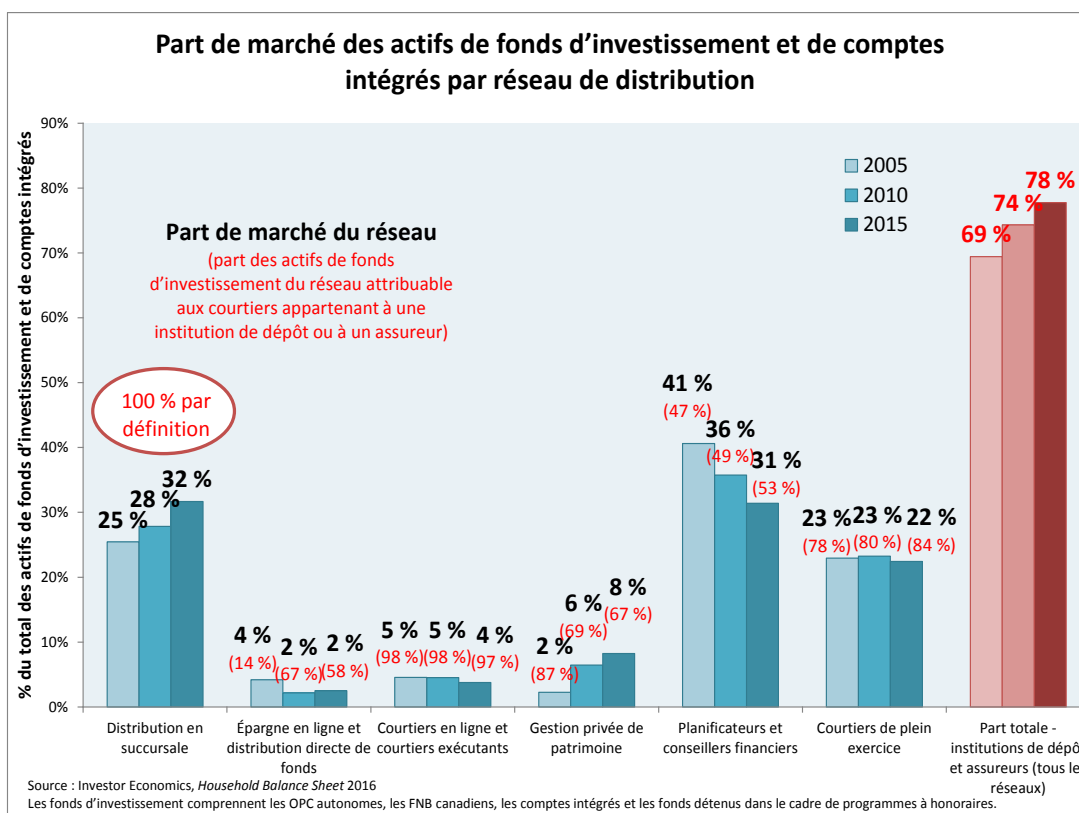
Le réseau des succursales s'est classé deuxième pour la croissance des actifs de fonds au cours des dix dernières années (10 %), derrière le réseau de gestion privée de patrimoine (22 %). Ce taux de croissance est particulièrement remarquable étant donné la taille du réseau des succursales il y a dix ans.

Le réseau des planificateurs et conseillers financiers⁴², qui possédait la plus grande part des actifs de fonds d'investissement il y a dix ans, arrivait encore au deuxième rang des réseaux de distribution à la fin de 2015, mais avait connu une croissance beaucoup plus lente que tous les autres, sauf celui de l'épargne en ligne et de la distribution directe de fonds et celui des courtiers en ligne et des courtiers exécutants. La croissance des actifs de fonds d'investissement dans le réseau des planificateurs et conseillers financiers a également été plus lente (5 %) que dans celui des courtiers de plein exercice au cours de la période (7 %). La croissance des actifs de fonds d'investissement dans le réseau des courtiers de plein exercice en particulier a été alimentée par un certain nombre de facteurs, dont l'utilisation accrue des comptes à honoraires et l'augmentation de la part des fonds d'investissement utilisés dans ces comptes⁴³.

⁴² Le réseau des planificateurs et conseillers financiers est probablement le plus hétérogène des réseaux de distribution définis par Investor Economics. Il est constitué de courtiers en épargne collective n'appartenant pas à des institutions de dépôt, de sociétés de planification financière non inscrites, de sociétés d'assurances et de certaines sociétés membres de l'OCRCVM spécialisées dans les fonds.

⁴³ Investor Economics, *Retail Brokerage and Distribution Advisor Service* (diverses années) et séries de données provenant de ces rapports demandées par le personnel de la CVMO.

Figure 3 : Part de marché des actifs de fonds d'investissement par réseau de distribution et type de courtier



La croissance relative des actifs de fonds d'investissement dans le réseau des planificateurs et conseillers financiers est remarquable, étant donné que cette catégorie regroupe la majorité des courtiers en épargne collective indépendants. Comme le montre la figure 3 ci-dessus, à la fin de 2015, le réseau des planificateurs et conseillers financiers était le seul où la part des actifs de fonds d'investissement attribuable aux courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur était inférieure à 55 %. Toutefois, même dans ce réseau, la proportion des actifs de fonds d'investissement est passée, au cours des dix dernières années, de 47 % à 53 %.

La figure 3 révèle également que le réseau de la distribution en succursale et celui des courtiers de plein exercice, qui arrivent respectivement deuxième et troisième pour ce qui est de la croissance annuelle moyenne au cours des dix dernières années, géraient à la fin de 2015 des actifs de fonds d'investissement attribuables dans une grande mesure à des courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur (le réseau de la distribution en succursale étant par définition entièrement constitué de placeurs appartenant à une institution de dépôt).

À la fin de 2015, le réseau de la distribution en succursale détenait 32 % du total des actifs de fonds d'investissement, en hausse par rapport à 25 % il y a dix ans. La majeure partie de cette croissance de la part de marché s'est faite au détriment du réseau des planificateurs et conseillers financiers, dont la part de marché a reculé de 41 % à 31 % au cours de la période. La part de marché des fonds d'investissement du réseau des courtiers de plein exercice est demeurée

essentiellement stable, tandis que celle des courtiers de ce réseau appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur est passée de 78 % à 84 %. Au total, à la fin de 2015, les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur géraient 78 % des actifs de fonds d'investissement et de comptes intégrés détenus par les ménages canadiens, en hausse par rapport à 69 % dix ans auparavant. Les actifs de fonds d'investissement détenus par l'entremise de courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur, tous réseaux confondus, sont passés de 443 milliards de dollars en 2005 à 1 billion de dollars à la fin de 2015.

Nous examinerons maintenant les données de l'ACFM et de l'OCRCVM pour vérifier si nos observations fondées sur les données d'Investor Economics et d'Ipsos, qui ciblaient la distribution de fonds d'investissement, s'appliquent de manière générale à la distribution de titres aux investisseurs individuels.

i. Réseau de l'ACFM

Comme il est indiqué ci-dessus dans notre analyse des données du service Canadian Financial Monitor d'Ipsos et du rapport *Household Balance Sheet* d'Investor Economics, les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur ont une forte présence dans le secteur des fonds, et aussi dans les réseaux de catégories d'inscription particulières. Ils gèrent en effet la plus grande part des actifs des réseaux de l'ACFM et de l'OCRCVM.

95% des actifs du réseau des membres de l'ACFM sont gérés par des courtiers⁴⁴ intégrés

Tableau 9 : Actifs des membres de l'ACFM et personnes autorisées par type de courtier⁴⁵

Types de membres de l'ACFM	N ^{bre} de membres	% du total	Actifs gérés (en G \$)	% du total	N ^{bre} de personnes autorisées	% du total
Indépendants	60	61%	29,1	5%	3 399	4%
Intégrés	39	39%	552,7	95%	77 970	96%
<i>Desquels</i>						
<i>Banques</i>	15	15%	349,1	60%	52 167	64%
<i>Assureurs</i>	10	10%	177,0	30%	23 893	29%
<i>Autres</i>	12	12%	25,5	4%	1 881	2%
<i>Associations</i>	2	2%	1,1	0,2%	29	0,04%
<i>Desquels</i>						
<i>Produits exclusifs seulement</i>	20	20%	403,3	69%	54 458	67%
<i>Produits exclusifs et de tiers</i>	19	19%	149,4	26%	23 512	29%
Total	99	100%	581,9	100%	81 369	100%

Source : Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, décembre 2015; catégories de la CVMO

Le réseau de l'ACFM est relativement concentré et très intégré. À la fin de 2015, un grand nombre de sociétés tant intégrées qu'indépendantes en faisaient partie, la plupart ne s'occupant pas de la gestion d'actifs. Toutefois, ce sont les sociétés intégrées qui regroupaient la majeure

⁴⁴ Un « courtier intégré » est un courtier qui appartient à un gestionnaire de fonds d'investissement ou qui est membre du même groupe que lui.

⁴⁵ Outre les courtiers en épargne collective qui étaient membres de l'ACFM à la fin de 2015, il existait au Québec 21 courtiers en épargne collective qui n'en étaient pas membres et employaient 700 représentants. De ces courtiers, 71 % étaient indépendants et employaient 83 % des représentants.

partie des actifs du réseau et des personnes autorisées; à la fin de 2015, elles géraient 95 % des actifs et employaient 96 % des personnes autorisées du réseau.

90 % des actifs du réseau de l'ACFM sont gérés par des courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur

Les 25 sociétés membres de l'ACFM qui appartiennent à une institution de dépôt ou à un assureur géraient 90 % des actifs et employaient 93 % des personnes autorisées. Bien que composant 73 % des sociétés du réseau, les sociétés indépendantes ou les autres⁴⁶ sociétés membres de l'ACFM n'assuraient la gestion que de 9 % des actifs et employaient 6 % des personnes autorisées.

Les courtiers indépendants membres de l'ACFM offrent généralement leurs services aux clients aisés

Les courtiers indépendants membres de l'ACFM offrent généralement leurs services aux clients aisés, tandis qu'en règle générale, les sociétés appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur offrent les leurs à tous les types de clients⁴⁷. Par le passé, ces sociétés offraient leurs services à des clients dont les actifs à investir s'élevaient jusqu'à 250 000 \$, mais elles concentrent de plus en plus leurs efforts sur les clients aisés. Habituellement, les clients du marché de masse sont servis par les représentants de première ligne à la succursale, tandis que ceux dont les actifs à investir dépassent 100 000 \$ sont servis par des « planificateurs financiers »⁴⁸ exerçant en succursale. Les clients dont les actifs s'élèvent à au moins un million de dollars sont dirigés vers le courtier lié membre de l'OCRCVM ou la division liée de la gestion privée de patrimoine.

Normalement, les sociétés indépendantes et les autres sociétés membres de l'ACFM n'acceptent pas de clients dont les actifs à investir s'élèvent à moins de 100 000 \$. Ces renseignements, conjugués à notre analyse des données d'Ipsos, donnent à penser que la majorité des ménages (particulièrement ceux du marché de masse) font affaire avec un courtier membre de l'ACFM appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur.

⁴⁶ Comme pour l'analyse des données d'Ipsos, les « autres » sociétés membres de l'ACFM sont les courtiers appartenant à des gestionnaires d'actifs indépendants. Nous regroupons ici les sociétés indépendantes et les autres sociétés, car les observateurs les qualifient habituellement de « placeurs de fonds indépendants ».

⁴⁷ Les renseignements qui figurent sous la présente rubrique sont tirés des *Retail Brokerage Reports* d'Investor Economics ainsi que de l'examen des courtiers en épargne collective réalisé par la CVMO.

⁴⁸ Les planificateurs financiers exerçant en succursale ont normalement obtenu une qualification en planification financière comme le titre de planificateur financier personnel (FPF) décerné par l'Institut canadien des valeurs mobilières ou le titre de CFP professionnel décerné par le Financial Planning Standards Council ou l'Institut québécois de planification financière.

La majeure partie des actifs du réseau de l'ACFM est actuellement gérée par des courtiers qui privilégient les fonds exclusifs

Étant donné que la majorité des courtiers en épargne collective intégrés offrent surtout des produits exclusifs⁴⁹, cette restriction implique que la majorité des ménages du marché de masse se font offrir ces produits en priorité. À la fin de 2015, 69 % des actifs du réseau de l'ACFM étaient détenus dans des comptes de courtiers offrant principalement ces produits.

La majorité des ménages du marché de masse qui détiennent des titres de fonds d'investissement font affaire avec des représentants qui ne sont pas rémunérés à la commission

La rémunération des représentants de nombreux courtiers en épargne collective intégrés, et en particulier des courtiers appartenant à une institution de dépôt, n'est pas sous forme de commissions, mais plutôt sous forme de paiements de transfert non liés à des activités qui sont versés par des sociétés du même groupe⁵⁰. À la fin de 2015, les courtiers en épargne collective appartenant à une institution de dépôt géraient 60 % des actifs et employaient 64 % des personnes autorisées du réseau. Étant donné qu'ils offrent leurs services à la plupart des ménages ayant des actifs modestes à investir, la majorité des investisseurs du marché de masse font aujourd'hui affaire avec des représentants qui ne sont pas rémunérés au moyen de commissions intégrées.

ii. Réseau de l'OCRCVM

95 % des actifs d'investisseurs individuels du réseau de l'OCRCVM sont gérés par des sociétés intégrées

Tableau 10 : Actifs des membres de l'OCRCVM et personnes autorisées par type de courtier

Types de membres de l'OCRCVM*	N ^{bre} de membres		Actifs gérés (en G \$)		N ^{bre} de personnes autorisées	
	N ^{bre}	% du total	(en G \$)	% du total	N ^{bre}	% du total
Indépendants	46	45%	90	5%	2 895	11%
Intégrés	56	55%	1 878	95%	22 383	89%
<i>Desquels</i>						
Institutions de dépôt	14	14%	1 515	77%	15 291	60%
Assureurs	4	4%	33	2%	1 361	5%
Autres	36	35%	306	16%	5 198	21%
Associations	2	2%	24	1%	533	2%
<i>Desquels</i>						
Produits exclusifs seulement	8	8%	6	0,3%	126	0,5%
Produits exclusifs et de tiers	48	47%	1 872	95%	22 257	88%
Total	102	100%	1 968	100%	25 278	100%

Source : Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, décembre 2015; catégories de la CVMO

*Note : Sont inclus uniquement les membres de l'OCRCVM qui sont classés dans les catégories suivantes : investisseurs individuels, comptes gérés, courtier intégré et courtier exécutant. Pour chaque courtier, le total des actifs comprend les actifs des clients individuels et des clients institutionnels.

⁴⁹ Les courtiers membres de l'ACFM dont au moins 80 % des actifs d'OPC sont détenus dans des fonds gérés par un membre du même groupe qu'eux sont considérés comme offrant uniquement des produits exclusifs.

⁵⁰ Pour une explication, voir le Bulletin n° 0689-P de l'ACFM, note 24, ci-dessus.

Le réseau de l'OCRCVM compte également un grand nombre de courtiers intégrés et indépendants. À la fin de 2015, les sociétés intégrées membres de l'OCRCVM géraient 95 % des actifs⁵¹ et employaient 89 % des personnes autorisées du réseau, tandis que les courtiers indépendants, y compris ceux qui sont classés dans la catégorie « autres courtiers intégrés », représentaient 80 % des sociétés, géraient 20 % des actifs et employaient 32 % des personnes autorisées. Bien que composant seulement 18 % des sociétés, les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur géraient 79 % des actifs et employaient 66 % des personnes autorisées.

Les membres du réseau de l'OCRCVM proposent presque tous une liste ouverte de produits

Bien qu'il soit légèrement moins concentré chez les courtiers intégrés que le réseau de l'ACFM (où les sociétés indépendantes et d'autres sociétés intégrées gèrent 10 % des actifs), le réseau de l'OCRCVM est tout de même dominé par les courtiers appartenant à une institution de dépôt. Les deux réseaux diffèrent en ce qui concerne le volume de produits de parties liées qui est distribué. Tandis que les sociétés membres de l'ACFM appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur distribuent principalement des fonds exclusifs, leurs homologues du réseau de l'OCRCVM offrent surtout des listes ouvertes de produits essentiellement en raison du type de représentants que compte ce réseau. Près de la totalité des sociétés intégrées membres de l'OCRCVM offrent des produits exclusifs et des produits de tiers. Les représentants membres de l'OCRCVM ont plus de latitude pour offrir un éventail élargi de titres. Ils sont donc plus indépendants que leurs homologues de l'ACFM même s'ils sont au service d'une société qui offre ses propres OPC, ce qui les rend, ainsi que les courtiers de l'ensemble du réseau, moins axés sur la distribution de produits exclusifs, y compris les fonds exclusifs⁵².

Habituellement, le mode de rémunération des représentants des courtiers membres de l'OCRCVM appartenant à une institution de dépôt diffère aussi de celui de leurs homologues du réseau de l'ACFM. Les premiers sont souvent rémunérés à la commission, tandis que les seconds touchent généralement un salaire majoré d'une prime au rendement, ce qui peut avoir une incidence sur la manière dont les sociétés de l'un ou l'autre réseau encouragent les représentants.

De manière générale, les représentants membres de l'OCRCVM choisissent également leurs clients de manière plus sélective. Les courtiers membres de l'OCRCVM cherchent habituellement à servir les ménages ayant des actifs à investir d'au moins 500 000 \$, bien que certains offrent leurs services à des clients qui en possèdent moins⁵³. Compte tenu de ce qui

⁵¹ Les représentants membres de l'OCRCVM peuvent exercer le courtage d'une plus grande variété de titres que les représentants de courtiers du réseau de l'ACFM; ainsi, les actifs comprennent non seulement les titres d'OPC, mais également les titres de capitaux propres, les titres à revenu fixe, les titres de FNB et, dans certains cas, les options et d'autres dérivés.

⁵² Les renseignements qui figurent sous la présente rubrique proviennent d'Investor Economics et de l'examen des pratiques de rémunération des conseillers réalisé par les ACVM. Voir les articles suivants du Retail Brokerage and Distribution Advisory Service d'Investor Economics : *Investment fund attraction still strong in full-service brokerage channel*, printemps 2011, *Assessing today's and tomorrow's distribution paradigm*, printemps 2012, *Profitability Update: Gauging the Changing Influence of Revenue Costs and Compensation on the Industry's Bottom Line*, été 2012, *Branch Advice: Managing Growth and Success into the Future*, automne 2012, *Mutual Funds in Full-service Brokerage—Either Ride the Fee-based Wave or Be Pulled Under by It!*, été 2016.

⁵³ Investor Economics, *Retail Brokerage Report*, hiver 2012.

ressort de notre analyse des données d'Ipsos, on peut donc penser que le marché potentiel du réseau de l'OCRCVM regroupe de 6 % à 14 % environ des ménages. Il s'agit généralement des ménages les plus fortunés du Canada, ce qui explique en partie pourquoi les actifs d'investisseurs individuels gérés dans ce réseau valent plus du triple de ceux du réseau de l'ACFM. Les membres du réseau de l'OCRCVM gèrent plus d'actifs, mais offrent leurs services à moins de ménages que les membres du réseau de l'ACFM.

Tableau 11 : Données cumulées sur les actifs des membres de l'ACFM et de l'OCRCVM et les personnes autorisées selon le type de courtier

ACFM et OCRCVM (total)	N ^{bre} de membres		Actifs gérés (en G \$)		N ^{bre} de personnes autorisées	
	N ^{bre}	% du total	(en G \$)	% du total	N ^{bre}	% du total
Indépendants	106	53%	119,6	5%	6 294	6%
Intégrés	95	47%	2 430,6	95%	100 353	94%
<i>Desquels</i>						
<i>Institutions de dépôt</i>	29	14%	1 864,1	73%	67 458	63%
<i>Assureurs</i>	14	7%	209,7	8%	25 254	24%
<i>Autres</i>	48	24%	331,3	13%	7 079	7%
<i>Associations</i>	4	2,0%	25,6	1,0%	562	0,5%
<i>Desquels</i>						
<i>Produits exclusifs seulement</i>	28	14%	408,9	16%	54 584	51%
<i>Produits exclusifs et de tiers</i>	67	33%	2 021,8	79%	45 769	43%
Total	201	100%	2 550,3	100%	106 647	100%

Sources : Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, décembre 2015; catégories de la CVMO

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, décembre 2015; catégories de la CVMO

*Note : Sont inclus uniquement les membres de l'OCRCVM qui sont classés dans les catégories suivantes : investisseurs individuels, comptes gérés, courtier intégré et courtier exécutant. Pour chaque courtier, le total des actifs comprend les actifs des clients individuels et des clients institutionnels.

Nous constatons qu'au total, 95 % des actifs gérés au Canada le sont par des sociétés intégrées, dont 16 % par des courtiers qui offrent principalement des produits exclusifs. Ainsi qu'il est expliqué ci-dessus, ces courtiers sont concentrés dans le réseau de l'ACFM. Les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur gèrent 81 % des actifs et emploient 87 % des personnes autorisées. À la fin de 2015, les réseaux de l'ACFM et de l'OCRCVM comptaient à eux seuls 106 647 représentants inscrits⁵⁴ offrant leurs services à une population canadienne totale de 35,8 millions, soit un représentant pour 336 Canadiens.

En guise de comparaison, en 2011, soit l'année qui a précédé la mise en œuvre, au Royaume-Uni, des réformes issues de l'examen des placements effectués auprès des clients individuels (le **Retail Distribution Review**) (voir l'Annexe C pour un aperçu de ces réformes), 40 566 conseillers inscrits⁵⁵ offraient leurs services à une population totale de 63 millions de

⁵⁴ Ce chiffre n'inclut pas les personnes inscrites qui sont gestionnaires de portefeuille et courtiers sur le marché dispensé, bien qu'il soit juste d'affirmer qu'il comprend les courtiers offrant des conseils en valeurs mobilières à leurs clients individuels. Nous n'avons pas non plus inclus les courtiers inscrits pour vendre de l'assurance.

⁵⁵ Association of Professional Financial Advisers, *The Financial Adviser Market: In Numbers*, 2015, p. 5, <http://www.apfa.net/documents/publications/financial-adviser-market/apfa-the-financial-adviser-market-in-numbers-v4.0.pdf>.

personnes (un conseiller pour 1 553 personnes), et seulement 21 % étaient au service d'une banque ou d'une association d'épargne immobilière⁵⁶.

Il ressort de cette comparaison que les investisseurs canadiens ont actuellement accès à un nombre relativement élevé de représentants, particulièrement dans le réseau des courtiers appartenant à une institution de dépôt : 63 % étaient au service de ces courtiers et 24 %, de courtiers appartenant à un assureur.

On peut également en conclure que la distribution est, au Canada, relativement plus concentrée et verticalement intégrée qu'au Royaume-Uni⁵⁷.

Dans la prochaine rubrique, nous étudions de plus près le réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants, à savoir le marché où les fonds sont placés sans prestation de conseils.

iii. Courtiers en ligne et courtiers exécutants

Tableau 12 : Actifs gérés dans le réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants

Courtiers en ligne et courtiers exécutants					
en millions de dollars	Déc. 2011	Déc. 2012	Déc. 2013	Déc. 2014	Déc. 2015
Actifs de fonds d'investissement détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants	38 706	42 607	47 398	55 109	56 516
Total des actifs gérés dans le réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants	231 560	254 480	292 606	324 665	330 448
% représenté par les fonds d'investissement	17%	17%	16%	17%	17%

Source : Investor Economics

Les courtiers en ligne et les courtiers exécutants utilisent moins les fonds d'investissement que les courtiers des autres réseaux. Comme l'indique le tableau 12 ci-dessus, la part des actifs totaux des courtiers en ligne et des courtiers exécutants que représentent les fonds d'investissement est constante depuis les cinq dernières années, à environ 17 %. En revanche, en décembre 2015, la part des fonds d'investissement dans les actifs du réseau des planificateurs et conseillers financiers et dans ceux de la distribution en succursale a été respectivement de 78 % et 33 %⁵⁸. En décembre 2015, le total des actifs détenus par les investisseurs indépendants dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants s'élevait à 330 milliards de dollars.

⁵⁶ Si, comme le Royaume-Uni, le Canada devait connaître une baisse de 23 % trois ans après l'abandon des commissions intégrées, nous aurions quand même un nombre de représentants approchant le quadruple du nombre de représentants par habitant au Royaume-Uni avant les réformes issues du Retail Distribution Review.

⁵⁷ Par exemple, en 2012, avant la mise en œuvre des réformes issues du Retail Distribution Review, les sociétés de conseil appartenant à une banque ou à un assureur n'offraient leurs services qu'à 41 % des personnes bénéficiant de conseils. Voir Deloitte, *Bridging the advice gap: Developing investment products in a post-RDR world*, 2012, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-rdr-bridging-the-advice-gap.pdf>.

⁵⁸ Investor Economics, *2016 Household Balance Sheet*, p. 141.

*Au fil du temps, les FNB ont gagné en popularité auprès des investisseurs indépendants*Tableau 13 : Titres de fonds d'investissement dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants

Titres de fonds d'investissement dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants

en millions de dollars	Déc. 2011	Déc. 2012	Déc. 2013	Déc. 2014	Déc. 2015
OPC	26 059	26 083	27 893	29 792	30 227
Fonds négociés en bourse (FNB)	12 647	16 524	19 505	25 317	26 289
Total des fonds d'investissement	38 706	42 607	47 398	55 109	56 516
% du total représenté par les FNB	33%	39%	41%	46%	47%

Source : Investor Economics

Les FNB ont toujours été prisés par les investisseurs indépendants et ont gagné en popularité au fil du temps. Bien que la part des titres de fonds d'investissement détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants soit demeurée stable, les investisseurs indépendants ont progressivement préféré les FNB aux OPC. En décembre 2015, ils détenaient 30 milliards de dollars en OPC et 26 milliards en FNB. Depuis décembre 2011, les actifs de FNB qu'ils détiennent ont plus que doublé et la part des actifs totaux du réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants qui leur est attribuable est passée de 33 % à 47 %.

*Les gestionnaires de FNB canadiens doivent livrer concurrence à leurs pairs américains, tandis que les gestionnaires d'OPC canadiens n'ont pas cette obligation*Tableau 14 : Titres de fonds négociés en bourse (FNB) détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants

Titres de FNB détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants

en millions de dollars	Déc. 2011	Déc. 2012	Déc. 2013	Déc. 2014	Déc. 2015
FNB canadiens – catégorie d'actions ordinaires	9 459	12 474	13 947	17 897	18 695
FNB canadiens – catégorie d'actions avec conseils	42	58	61	75	67
FNB étrangers (É. U.)	3 146	3 991	5 497	7 345	7 527
Total des FNB	12 647	16 524	19 505	25 317	26 289
% de fonds gérés passivement	97%	95%	94%	94%	92%
% de fonds étrangers	25%	24%	28%	29%	29%

Source : Investor Economics

Contrairement aux gestionnaires de fonds d'investissement qui proposent des OPC classiques au Canada, ceux qui proposent des FNB au Canada doivent livrer concurrence à leurs pairs du marché canadien et aux gestionnaires de FNB domiciliés dans d'autres marchés, principalement aux États-Unis⁵⁹.

Les investisseurs indépendants acquièrent des titres de FNB tant canadiens qu'américains. En décembre 2015, les investisseurs indépendants du Canada détenaient 19 milliards de dollars en FNB canadiens et 8 milliards en FNB américains. Ainsi, 29 cents de chaque dollar qu'ils investissent dans des FNB vont à des FNB américains.

⁵⁹ Il arrive souvent que ces gestionnaires de fonds d'investissement fassent concurrence à leurs propres produits dans ces autres marchés.

Les titres de FNB détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants sont pour la plupart gérés passivement

Par ailleurs, à la différence des OPC classiques, les fonds gérés passivement composent la majeure partie des actifs. En décembre 2015, les FNB gérés passivement représentaient 87 % du marché des FNB canadiens. Cette préférence pour les produits gérés passivement est encore plus répandue chez les investisseurs indépendants canadiens qui investissent dans des FNB. En décembre 2015, 92 % des actifs étaient détenus dans des FNB gérés passivement, bien que cette part de marché ait connu une baisse au cours des cinq dernières années en raison de l'arrivée sur le marché de FNB gérés plus activement.

La majorité des investisseurs indépendants qui souscrivent des titres d'OPC paient des commissions de suivi intégrales même s'ils ne reçoivent aucun conseil

Tableau 15 : OPC pour les investisseurs indépendants

Séries de titres de fonds à faible coût ou à courtage réduit (série D)
en millions de dollars

	Déc. 2011	Déc. 2012	Déc. 2013	Déc. 2014	Déc. 2015	
OPC (série D)	Total	10 746	10 705	10 752	11 961	11 957
	% de fonds gérés passivement	6%	9%	12%	14%	16%

Valeur estimative des titres de série D détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants à la fin de 2015 : 4,6 milliards de dollars
Source : Investor Economics

Après examen, on constate que la majorité des séries de titres d'OPC distribuées par les courtiers en ligne et les courtiers exécutants comportent des commissions de suivi intégrales malgré l'accessibilité accrue sur le marché de séries de titres de fonds à rabais pour les investisseurs indépendants (habituellement appelées « série D »)⁶⁰. En conséquence, de nombreux investisseurs indépendants qui souscrivent des titres d'OPC par l'intermédiaire de courtiers en ligne et de courtiers exécutants paient indirectement des services qu'ils ne reçoivent pas.

Néanmoins, les actifs détenus dans des séries de titres d'OPC à rabais pour les investisseurs indépendants s'accroissent lentement. En décembre 2015, ils totalisaient 12 milliards de dollars, en hausse par rapport à 11 milliards de dollars en décembre 2011, bien que, selon les plus récentes estimations, la majeure partie de ces actifs n'était pas détenue dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants. On estime qu'à la fin de 2015, sur les actifs de 12 milliards de dollars détenus dans des séries de titres de fonds à rabais pour les investisseurs indépendants, seuls 4,6 milliards étaient réellement détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants⁶¹. Il ressort de ces données que 25 des 30 milliards de dollars

⁶⁰ Certains gestionnaires de fonds d'investissement offrent une série (habituellement appelée « série D ») de titres de leurs fonds conçue pour les investisseurs indépendants. Ces séries comportent des commissions de suivi nettement inférieures à celles des séries classiques offertes aux investisseurs individuels par les courtiers de plein exercice (habituellement 25 points de base comparativement à 100 points de base pour les séries classiques de fonds d'actions offertes aux investisseurs individuels par les courtiers de plein exercice) pour tenir compte du fait qu'aucun conseil n'est fourni aux investisseurs par les courtiers en ligne et les courtiers exécutants. Cette question est traitée en détail à l'Annexe A.

⁶¹ Estimation d'Investor Economics. Les 7,4 milliards de dollars restants d'actifs des séries pour les investisseurs indépendants restants ont été souscrits directement par les investisseurs auprès d'autres personnes que les courtiers en ligne et les courtiers exécutants.

d'actifs d'OPC de ce réseau (83 %) demeurent investis dans les séries de titres de fonds qui comportent des commissions de suivi intégrales.

À l'instar de nombreux investisseurs indépendants qui souscrivent des titres d'OPC auprès de courtiers en ligne et de courtiers exécutants, certains investisseurs indépendants qui souscrivent des titres de FNB paient indirectement des commissions de suivi sans recevoir de conseils, car ils détiennent des titres du FNB de la catégorie « avec conseils » comportant des commissions de suivi⁶². Toutefois, le montant des actifs détenus dans ces catégories de titres est relativement faible (seulement 67 millions de dollars en décembre 2015) comparativement à celui des commissions de suivi intégrales liées aux titres d'OPC distribués par les courtiers en ligne et les courtiers exécutants.

Enfin, nous faisons remarquer que les porteurs de titres de fonds sans conseils (ceux qui souscrivent des séries à rabais pour les investisseurs indépendants), en tant que groupe, investissent une plus grande part d'actifs dans des OPC gérés passivement que les porteurs de titres d'OPC avec conseils.

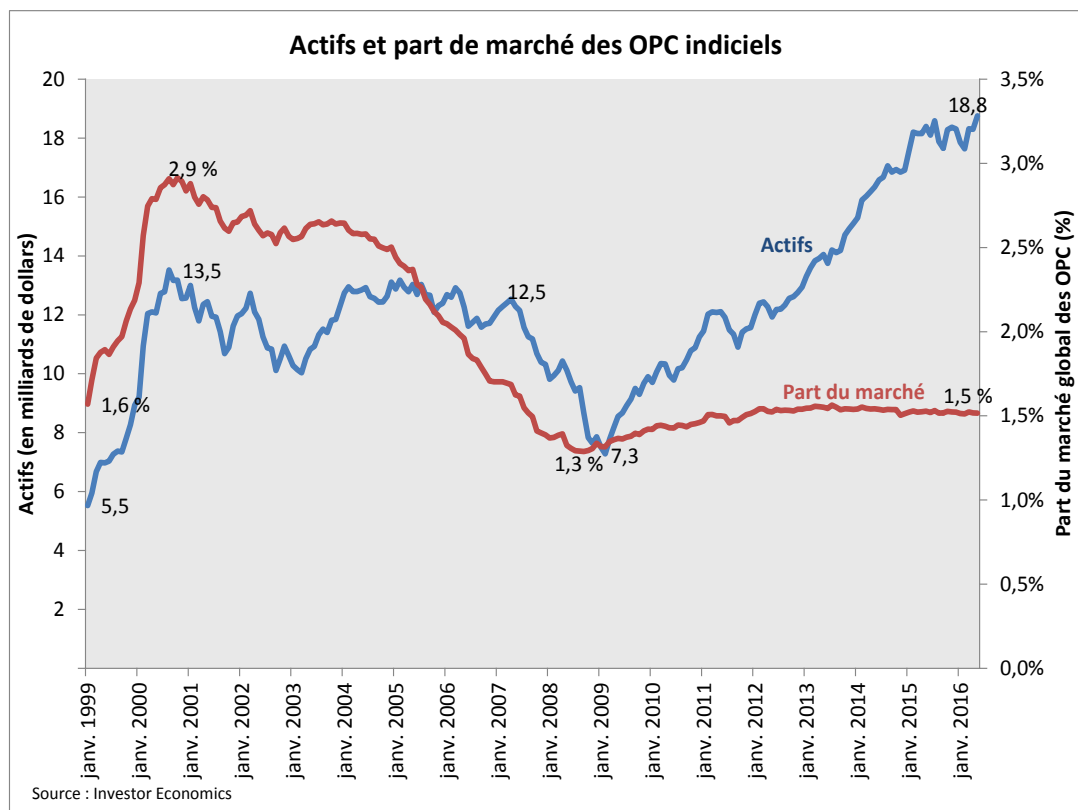
À la fin de 2015, 1,5 % du total des actifs d'OPC (à l'exclusion des FNB) était détenu dans des fonds gérés passivement. Au cours des dix dernières années, la part de marché des fonds indiciels est demeurée essentiellement inchangée. Toutefois, parmi les séries de fonds à rabais relativement nouvelles pour les investisseurs indépendants, les titres de fonds indiciels représentaient une part beaucoup plus importante des actifs (16 %, soit 2 milliards de dollars), qui n'a cessé de croître au fil des ans⁶³.

⁶² Les parts de catégorie « avec conseils » qu'offrent certains fournisseurs de FNB sont destinées aux clients qui reçoivent les conseils d'un conseiller en placement inscrit, et sont souscrites par l'entremise d'un conseiller. La composante « commission de suivi » (parfois appelée « frais de service ») intégrée dans les frais de gestion de la catégorie « avec conseils » est la seule différence entre cette catégorie de parts et la catégorie des parts ordinaires.

Nous ignorons si la détention de parts de catégorie « avec conseils » dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants est la conséquence du transfert d'actifs pour lesquels l'investisseur bénéficiait de conseils ou si elle découle d'une erreur de l'investisseur; toutefois, nous constatons que certains courtiers exécutants offrent les parts de catégorie « avec conseils » sur leurs plateformes.

⁶³ Certains affirment que, bien que la propriété de titres d'OPC indiciels chez les investisseurs bénéficiant de conseils soit faible depuis toujours au Canada, l'utilisation des fonds indiciels par les Canadiens est considérablement plus élevée si l'on tient compte de leurs FNB indiciels. En fait, sur les 47 milliards de dollars de titres de FNB détenus dans des comptes de courtiers de plein exercice, seuls 17 milliards étaient détenus par des clients de conseillers à la commission (tous ces titres n'étaient pas détenus dans des FNB indiciels). Les 29 milliards restants étaient détenus par des clients de conseillers à honoraires. Source : Investor Economics, *ETF and Index Fund Report*, deuxième trimestre 2016.

Figure 4 : OPC indiciels au Canada



Nous nous pencherons maintenant sur certains faits importants concernant les gestionnaires de fonds d'investissement.

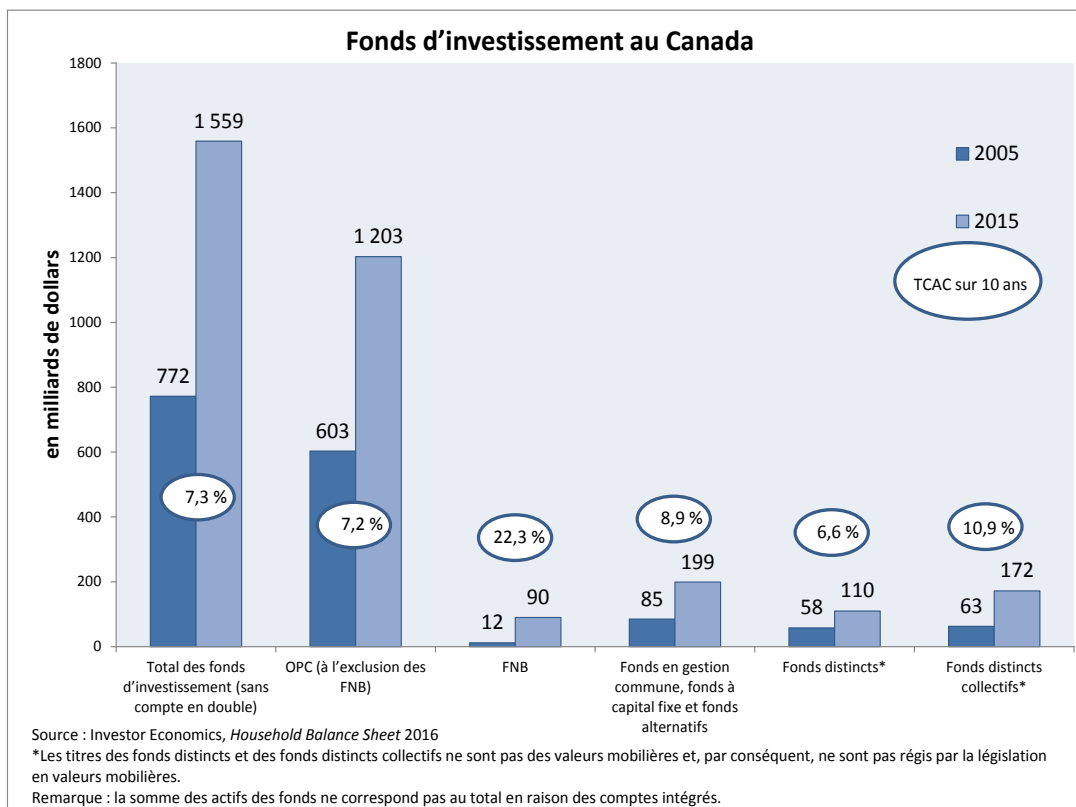
c. Gestion de fonds d'investissement

Les titres d'OPC sont de loin les titres de fonds d'investissement les plus distribués au Canada à l'heure actuelle. Il en est ainsi depuis le commencement, au début des années 1990, de la surveillance systématique des actifs des fonds d'investissement au Canada. À la fin de 2015, les Canadiens détenaient 1,2 billion de dollars d'actifs d'OPC, 90 milliards de dollars d'actifs de FNB, 110 milliards de dollars d'actifs de fonds distincts⁶⁴, 172 milliards de dollars d'actifs de fonds distincts collectifs et 199 milliards de dollars d'actifs de fonds en gestion commune, de fonds à capital fixe et de fonds alternatifs. Bien que des articles aient été publiés à plusieurs reprises au sujet de la croissance des FNB et des fonds distincts, et malgré les taux de croissance

⁶⁴ Un « fonds distinct » s'entend d'un groupe déterminé d'éléments d'actifs (fonds) maintenu séparément par un assureur et à partir duquel sont versées des prestations non garanties en vertu d'un contrat à capital variable. Source : Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes (ACCAP), Ligne directrice LD2 – Contrats individuels à capital variable afférents aux fonds distincts; Autorité des marchés financiers, Ligne directrice sur les contrats individuels à capital variable afférents aux fonds distincts, janvier 2011.

annuels remarquables des FNB, la prédominance des OPC n'a jamais été contestée de manière notable⁶⁵.

Figure 5 : Fonds d'investissement par type de fonds



La gestion de fonds est moins concentrée que leur distribution

⁶⁵ Voir, par exemple, Rob Carrick, *Segregated funds on the rise: Seven key things you need to know*, Globe and Mail, le 29 mai 2015.

Tableau 16 : OPC par type de gestionnaire de fonds d'investissement

Types de gestionnaires de fonds d'investissement	Actifs gérés (en M\$)	% du total	N ^{bre} de gestionnaires de fonds d'investissement	% du total
Indépendants	288 619	22%	61	58%
Intégrés	1 010 263	78%	44	42%
<i>Desquels</i>				
<i>Institutions de dépôt</i>	625 598	48%	13	12%
<i>Assureurs</i>	199 712	15%	9	9%
<i>Autres</i>	150 065	12%	15	14%
<i>Associations</i>	34 888	3%	7	7%
Total	1 298 882	100%	105	100%

Source : Investor Economics; SEDAR; documents déposés auprès de la SEC, décembre 2015; catégories de la CVMO

Conformément à ce que l'on peut tirer des données d'Ipsos, d'Investor Economics, de l'OCRCVM et de l'ACFM, le marché canadien des gestionnaires de fonds d'investissement est dominé par les gestionnaires appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur. À la fin de 2015, les gestionnaires de fonds d'investissement intégrés⁶⁶ représentaient 42 % des sociétés mais géraient 78 % des actifs d'OPC. Les gestionnaires de fonds d'investissement appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur géraient 64 % des actifs d'OPC. Nous soulignons également que 73 % du total des actifs d'OPC étaient gérés par les 10 plus importants gestionnaires de fonds d'investissement du Canada⁶⁷.

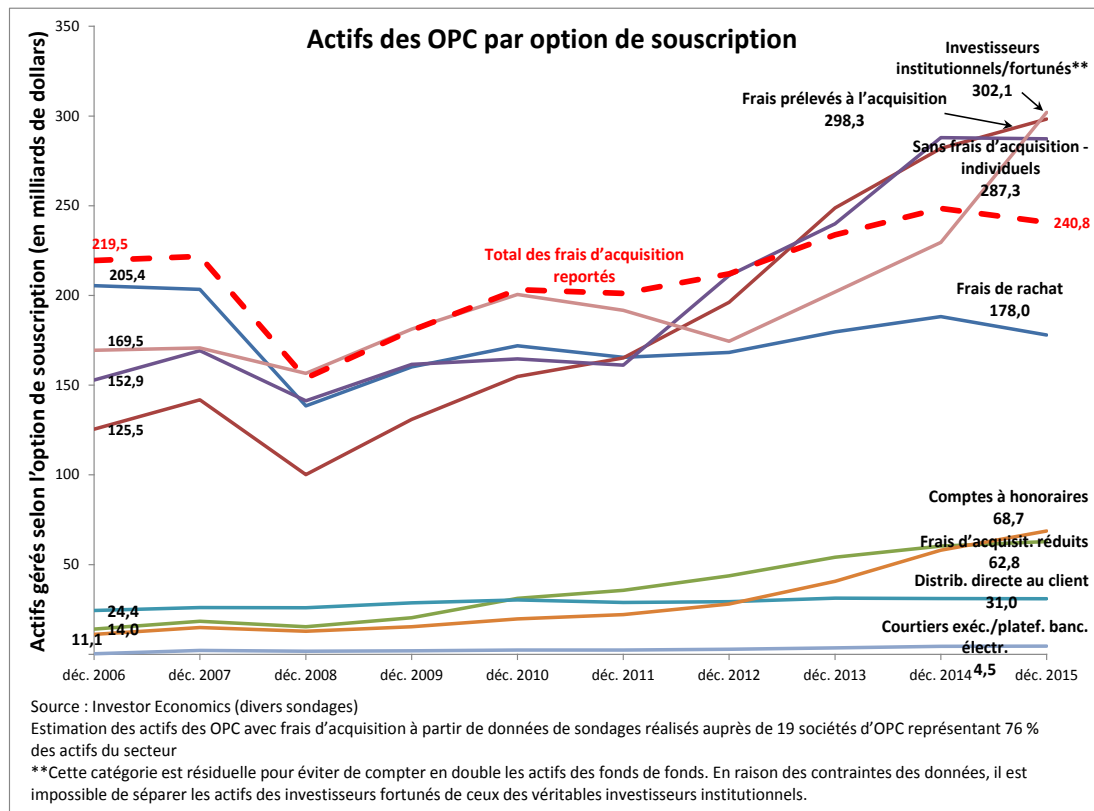
Bien qu'elle soit concentrée chez les gestionnaires de fonds d'investissement appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur, la gestion d'actifs est relativement moins concentrée que la distribution, où les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur gèrent 81 % des actifs des réseaux combinés de l'OCRCVM et de l'ACFM. Compte tenu de la définition classique d'un gestionnaire de fonds d'investissement indépendant, qui englobe les gestionnaires « indépendants » et les « autres gestionnaires intégrés », ces sociétés gèrent 34 % des actifs du secteur.

⁶⁶ Un « gestionnaire de fonds d'investissement intégré » est un gestionnaire de fonds d'investissement membre du même groupe qu'au moins un courtier.

⁶⁷ Sources : étude annuelle *Investor Economics Insight*, janvier 2016; SEDAR; documents déposés auprès de la SEC en date de décembre 2015; calculs de la CVMO.

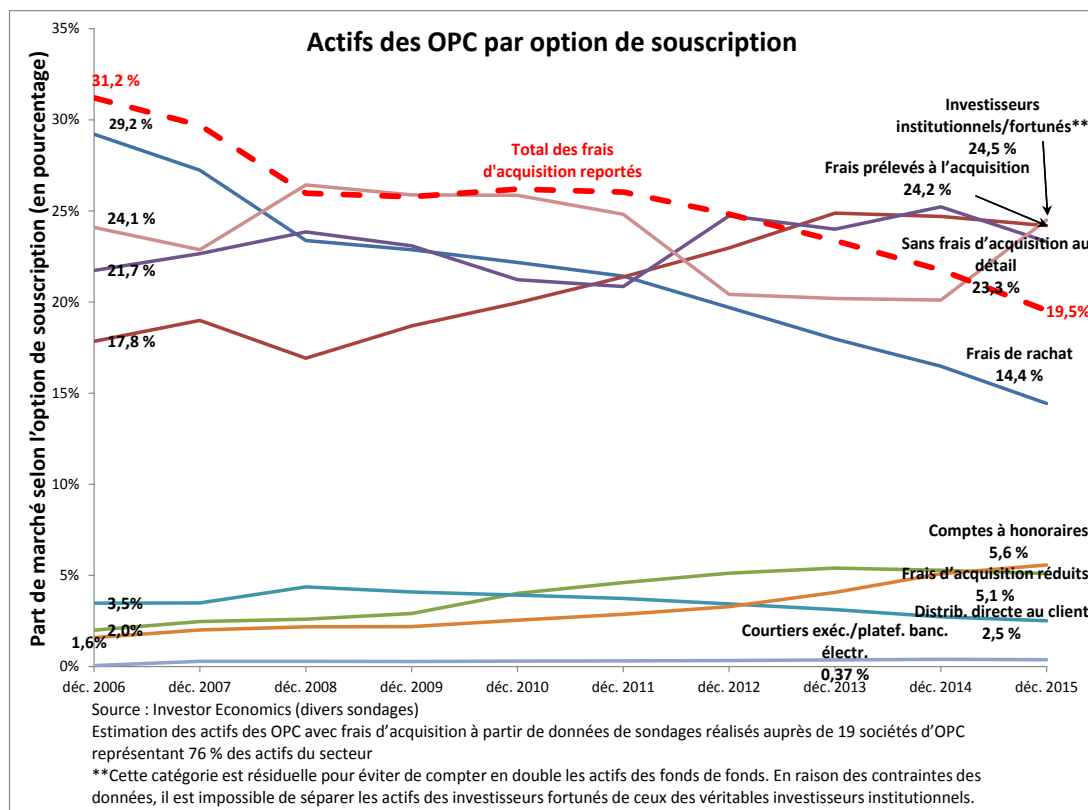
d. Popularité des options de souscription

Figure 6 : Actifs des OPC (à l'exclusion des FNB) par option de souscription



Les actifs des OPC (à l'exclusion des comptes intégrés) sont détenus dans une proportion de 25 % dans des séries pour les investisseurs fortunés ou institutionnels

Figure 7 : Part de marché des OPC (à l'exclusion des FNB) par option de souscription



Nous mettons à jour le graphique des actifs des OPC par option de souscription qui figurait dans le document de consultation initial afin de montrer l'évolution des options de souscription au cours des dernières années⁶⁸.

En décembre 2015, au chapitre des types d'options de souscription offertes dans le secteur, l'option de souscription pour les investisseurs institutionnels ou fortunés, qui ne comporte généralement pas de commissions de suivi, constituait la plus grande part des actifs des fonds, soit 302 milliards de dollars au total ou 25 % du marché. Au cours des cinq dernières années, les séries de fonds pour les investisseurs fortunés ont connu une augmentation de 51 %.

La majeure partie des actifs des OPC sont encore détenus dans des séries classiques comportant des commissions intégrées

L'option de souscription avec frais prélevés à l'acquisition⁶⁹ était à la fin de 2015 la deuxième en importance, avec des actifs totalisant 298 milliards de dollars ou 24 % du marché, soit une augmentation de 93 % au cours des cinq dernières années.

⁶⁸ Document de discussion et de consultation 81-407 des ACVM, *Les frais des organismes de placement collectif*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 13 décembre 2012, Vol. 9, n° 50, p. 174.

L'option de souscription sans frais d'acquisition au détail, habituellement offerte en succursale et par certains gestionnaires de fonds intégrés à la verticale, constituait en décembre 2015 la troisième option en importance sur le plan des actifs, avec 287 milliards de dollars ou 23 % du marché, soit une augmentation de 70 % au cours des cinq dernières années.

Les options de souscription comportant des frais de rachat ou des frais d'acquisition réduits, deux formes d'option de souscription avec frais d'acquisition reportés, constituaient encore une grande partie des actifs du secteur à la fin de 2015. Bien que les options avec frais d'acquisition reportés aient connu une diminution de la part de marché, les actifs détenus dans des séries comportant de tels frais continuent d'augmenter⁷⁰. À la fin de 2015, des actifs totalisant 241 milliards de dollars étaient détenus dans des fonds assortis de frais d'acquisition reportés, et ces fonds ont connu une augmentation de 19 % au cours des cinq dernières années (ce qui est principalement attribuable à la croissance des actifs des séries de fonds assorties de frais d'acquisition réduits, qui ont connu une augmentation de 101 % au cours des cinq dernières années, comparativement à une augmentation de 3 % pour les séries classiques comportant des frais de rachat)⁷¹.

Les séries de fonds comportant des commissions de suivi constituent encore le gros des actifs des OPC au Canada. À la fin de 2015, les options de souscription comportant des commissions de suivi, qu'elles soient avec frais de rachat, frais d'acquisition réduits ou frais prélevés à l'acquisition, ou sans frais d'acquisition au détail, représentaient 67 % des actifs et avaient connu une augmentation de 58 % au cours des cinq années précédentes.

Quoique petite, la part des actifs des OPC qui est détenue aux termes d'options de souscription à honoraires progresse rapidement

Les options de souscription à honoraires continuent de constituer une toute petite part du marché des OPC, mais leur croissance est rapide. Les séries de fonds détenues dans des comptes à honoraires représentaient seulement 69 milliards de dollars, soit 6 % des actifs du secteur, à la fin de 2015. Toutefois, avec une augmentation de 248 %, les actifs détenus dans des comptes à honoraires ont connu le taux de croissance le plus important au cours de la période de cinq ans terminée en 2015.

⁶⁹ Bien que les informations disponibles indiquent que de nombreux titres de fonds avec frais prélevés à l'acquisition comportent des commissions de 0 %, ces données sont fondées sur des sondages effectués auprès de gestionnaires de fonds d'investissement et non de placeurs de fonds. Nous continuons de voir sur le marché de nombreux titres de fonds avec frais prélevés à l'acquisition qui comportent des commissions, et nous nous attendons au maintien de certaines commissions prélevées à l'acquisition afin de refléter des facteurs tels que des différences quant à la portée des conseils et des services fournis et au moment où ils le sont, ainsi que l'expérience et les compétences du conseiller.

⁷⁰ La diminution de la part de marché masque également son importance pour certains gestionnaires de fonds d'investissement et courtiers en épargne collective, la part des frais d'acquisition reportés pouvant parfois atteindre ou dépasser 80 % des actifs de la société.

⁷¹ Le marché canadien des OPC se distingue par sa dépendance relative aux options avec frais d'acquisition reportés et frais d'acquisition réduits. Ces options représentent actuellement 20 % des actifs des OPC au Canada, contre moins de 1 % aux États-Unis et en Europe.

Bien qu'ils connaissent une croissance rapide, les comptes à honoraires demeurent une petite part du marché des OPC parce qu'ils ne sont pas offerts à tous les investisseurs ni dans tous les réseaux.

Les options de souscription ne sont pas toutes offertes à l'ensemble des investisseurs dans tous les réseaux

Le nombre de séries et d'options de souscription qui existent sur le marché pourrait laisser croire qu'un large éventail d'options de souscription sont offertes aux investisseurs⁷², mais elles ne sont pas toutes offertes à l'ensemble des investisseurs dans tous les réseaux (et dans certains cas peu le sont).

La figure 8 ci-après présente les options de souscription offertes au Canada d'après les renseignements concernant les réseaux de l'ACFM et de l'OCRCVM analysés plus haut et certaines données d'Investor Economics, de Morningstar et d'Ipsos. Les options de souscription et les produits offerts varient généralement en fonction de la valeur des actifs à investir, du réseau de distribution et du type de placeur.

Les ménages du marché de masse ont habituellement le choix de souscrire des fonds exclusifs en bénéficiant de conseils⁷³ ou de souscrire des fonds parmi l'ensemble des produits de fonds (et des titres en général) sans bénéficier de conseils. Il se peut qu'ils aient un accès limité à certaines autres options de souscription, comme les comptes à honoraires.

En règle générale, les courtiers qui offrent une liste ouverte de produits font affaire avec des investisseurs dont les actifs à investir s'élèvent à au moins 100 000 \$. Les investisseurs qui ne souhaitent pas de fonds exclusifs peuvent être contraints de se passer de conseils et de souscrire des titres de façon indépendante. Ainsi qu'il a été mentionné précédemment, malgré l'offre d'options de souscription conçues pour les investisseurs indépendants ou offertes par des courtiers exécutants, la majorité des options proposées par les courtiers en ligne et les courtiers exécutants sont sans frais d'acquisition ou avec frais prélevés à l'acquisition (avec renonciation à la commission prélevée à l'acquisition) au même taux de commission de suivi que ce qui est versé aux conseillers.

Normalement, les comptes à honoraires ne sont pas offerts aux ménages du marché de masse, mais toutes les autres options de souscription (sans frais d'acquisition, avec frais d'acquisition reportés et avec frais prélevés à l'acquisition) leur sont généralement offertes. L'investisseur qui fait affaire avec un courtier en épargne collective appartenant à une institution de dépôt ne se fait habituellement proposer que l'option de souscription sans frais d'acquisition. Celui qui fait affaire avec un courtier en épargne collective appartenant à un assureur se fait généralement offrir les options de souscription avec frais prélevés à l'acquisition, sans frais d'acquisition et

⁷² On trouvera un exemple à la page 1 de la publication *Paiement des conseils – L'importance des options proposées* de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, août 2014.

⁷³ Il semble exister davantage de différences entre les courtiers appartenant à un assureur pour ce qui est du recours aux produits exclusifs qu'entre les courtiers appartenant à une institution de dépôt, certains offrant principalement ce type de produits et d'autres offrant un plus vaste ensemble de produits exclusifs et de produits non exclusifs. Il n'est toutefois pas clair si les courtiers appartenant à un assureur qui offrent un plus vaste choix de produits visent les ménages du marché de masse.

avec frais d'acquisition reportés. Les investisseurs qui ont peu d'actifs à investir sont les plus susceptibles de se faire offrir l'option avec frais d'acquisition reportés, et certaines sociétés offrent principalement l'option avec frais d'acquisition reportés à ces clients⁷⁴. Le courtier choisit normalement quelles options de souscription sont offertes et, si plusieurs le sont, le représentant choisit pour sa part lesquelles sont présentées au client en fonction des besoins de celui-ci et de ses propres besoins de revenus.

De façon générale, plus les actifs à investir d'un investisseur sont importants, plus l'éventail des conseils et des produits auxquels il a accès s'élargit. C'est le cas des ménages du marché intermédiaire, dont les actifs à investir s'établissent dans une fourchette de 100 000 \$ à 500 000 \$. Ces investisseurs peuvent choisir d'investir par l'entremise d'un courtier en épargne collective appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur et offrant des produits exclusifs, ou d'un courtier en épargne collective indépendant offrant l'ensemble des produits de fonds⁷⁵. En outre, par l'entremise d'un courtier membre de l'OCRCVM, ils peuvent investir dans un éventail encore plus grand de titres de fonds d'investissement et d'autres titres.

Les comptes à honoraires ont toujours été offerts de façon limitée aux ménages du marché intermédiaire, mais on a récemment constaté une augmentation de l'offre⁷⁶. Le courtier en épargne collective appartenant à une institution de dépôt offre généralement l'option sans frais d'acquisition aux ménages du marché intermédiaire. Les autres courtiers en épargne collective et les courtiers indépendants membres de l'OCRCVM leur offrent généralement les options de souscription avec frais prélevés à l'acquisition, sans frais d'acquisition et avec frais d'acquisition reportés.

Ces investisseurs peuvent choisir de se passer de conseils et de souscrire directement des titres de fonds sans commissions de suivi selon l'option de distribution directe au client⁷⁷ offerte par certains gestionnaires de fonds d'investissement.

⁷⁴ Nous soulignons que l'une des plus importantes sociétés intégrées du Canada a annoncé récemment qu'elle cesserait d'offrir l'option avec frais d'acquisition reportés. Voir Rudy Luukko, *Le Groupe Investors va éliminer son option d'achat avec frais d'acquisition reportés*, Morningstar Canada, 19 septembre 2016. D'après les actifs en date de décembre 2015, nous estimons que cette mesure aura une incidence sur 25 % du total des actifs détenus selon cette option.

⁷⁵ Bien qu'ils puissent offrir l'ensemble des produits de fonds, les courtiers en épargne collective qui ont une liste ouverte de produits privilégient généralement un sous-ensemble de fonds faisant partie d'une courte liste de familles de fonds de prédilection. Voir, par exemple, l'étude 2015 d'Environics portant sur la perception des conseillers (http://environicsresearch.com/wp-content/uploads/2016/02/Infographic-E_FINAL.pdf).

⁷⁶ Voir, par exemple, Rudy Mezzetta, *Credential introduces fee-based product for mutual fund advisors*, Investment Executive, 26 janvier 2016, et Rudy Luukko, *Investors Group eases into fee-based investing*, Morningstar Canada, 22 novembre 2016. En outre, nous soulignons que depuis peu, d'autres institutions de dépôt introduisent lentement les comptes à honoraires dans leurs réseaux de succursales.

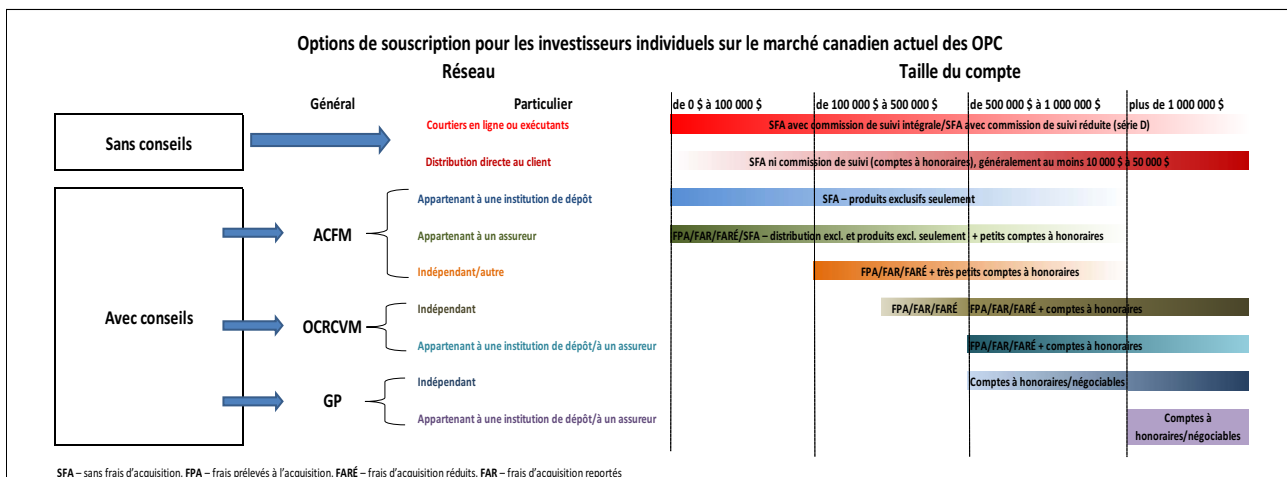
⁷⁷ Il s'agit des options de souscription offertes par un gestionnaire de fonds d'investissement qui distribue des fonds d'investissement directement aux investisseurs, par l'intermédiaire d'un courtier en épargne collective relié avec lequel les investisseurs communiquent par Internet ou par téléphone.

Les investisseurs ayant un montant important d'actifs à investir ont accès à des conseils, à un éventail de produits et à un plus grand choix d'options de souscription. Les ménages aisés, dont les actifs à investir dépassent 500 000 \$, ont accès à l'ensemble des options de souscription, des produits et des types de conseils offerts sur le marché. Ils peuvent faire affaire avec un conseiller à la commission ou à honoraires pouvant leur offrir l'ensemble des produits de fonds (et d'autres titres) ou avec un courtier en épargne collective classique rémunéré à la commission (qui peut aussi être planificateur financier). Par ailleurs, les investisseurs dont les actifs à investir se chiffrent au moins à 1 000 000 \$ peuvent s'adresser à un gestionnaire de portefeuille appartenant à une institution de dépôt et ceux qui disposent d'actifs de plus de 500 000 \$ à investir peuvent faire affaire directement avec un gestionnaire de portefeuille indépendant, généralement en vertu d'un mécanisme de rémunération à honoraires⁷⁸.

Nous avons présenté des données et notre analyse concernant le marché canadien actuel des OPC et des valeurs mobilières. Dans la prochaine rubrique, nous abordons les effets prévus de l'abandon éventuel des commissions intégrées.

⁷⁸ Nous soulignons que relativement peu de ménages font affaire directement avec des gestionnaires de portefeuille (moins de 200 000 ménages, soit moins de 1 % de l'ensemble). L'utilisation des fonds d'investissement varie sensiblement d'une société à l'autre.

Figure 8 : Options de souscription de titres d'OPC par réseau et par taille du compte



2. Répercussions de l'abandon des commissions intégrées sur le marché en général

Dans l'analyse qui suit, sauf indication contraire, nous supposons que le marché a abandonné les commissions intégrées et que les données actuelles sur le marché sont toujours valables.

Nous supposons également que les exigences prévues dans la deuxième phase du MRCC et le régime d'information au moment de la souscription ont été entièrement mises en œuvre et, s'il y a lieu, nous analysons les implications des recoupements éventuels entre l'abandon des commissions intégrées et les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM.

i. Réduction du nombre de séries de fonds et de la complexité des frais des fonds

Nous nous attendons à ce que l'abandon de la rémunération intégrée provoque une baisse marquée du nombre de séries de fonds offertes au Canada parce que, ainsi qu'il est indiqué à l'Annexe A, elles se distinguent en grande majorité par le niveau et le type de rémunération intégrée qui est versée au courtier⁷⁹. L'abandon des commissions intégrées aurait pour effet de les rendre superflues, étant donné que des séries de fonds sans commission intégrée (soit les séries F et les séries pour les investisseurs fortunés) sont actuellement offertes.

D'après des données de Morningstar Direct arrêtées en février 2016, si nous supprimions du marché les séries de fonds comportant une forme ou une autre de rémunération intégrée, le nombre total de séries passerait de 13 899 à 4 901, soit une baisse de 65 %, ce qui simplifierait grandement les structures de frais des fonds, qui sont actuellement très complexes et difficiles à comprendre pour les investisseurs, comme il est indiqué dans la partie 2. Les séries restantes seraient en moyenne plus importantes après le changement. Par exemple, selon le total des actifs du secteur en décembre 2015 (1,2 billion de dollars) et le nombre de séries qui, d'après nos estimations, seraient maintenues si l'abandon des commissions intégrées prenait effet aujourd'hui (4 901 séries), les actifs moyens par série passeraient de 86,6 millions de dollars à 245,5 millions de dollars, soit une hausse de 184 %. Nous prévoyons que ce résultat pourrait à lui seul exercer une pression à la baisse sur les frais des fonds⁸⁰.

⁷⁹ Outre le grand nombre de séries, certaines comportent plus d'une option de souscription (par exemple, une seule série peut être assortie des options avec frais de rachat, frais d'acquisition réduits et frais prélevés à l'acquisition). À la fin de juin 2016, compte tenu des options de souscription offertes, 39 848 combinaisons de séries d'OPC et d'options de souscription étaient offertes au Canada (source : FundSERV – produits d'OPC et produits intégrés) et des actifs totalisant 1,3 billion de dollars (999 milliards de dollars américains) étaient investis dans des OPC (source : Investor Economics). À la même date, 32 555 combinaisons de séries de fonds et d'options de souscription étaient offertes aux États-Unis (source : Morningstar Direct) et des actifs totalisant 15,9 billions de dollars y étaient investis dans des OPC (source : Investment Company Institute).

⁸⁰ Nous soulignons également que certains gestionnaires de fonds d'investissement facturent actuellement pour leurs séries F des frais de gestion inférieurs aux frais de gestion nets des commissions de suivi qu'ils facturent pour leurs séries destinées aux investisseurs individuels qui comportent ces commissions. Si un tel écart devait persister après l'abandon des commissions intégrées, nous nous attendrions également à une diminution des frais. En outre, nous constatons que certains gestionnaires de fonds d'investissement qui reconnaissent la complexité du marché et la confusion qui y règne ont déjà commencé à rationaliser leurs séries afin de simplifier les structures des frais pour les conseillers et les investisseurs et de réduire la discrimination par les prix (voir, par exemple, R. Luukko, *Importante*

La simplification et la normalisation des séries de fonds s'accompagneraient de la simplification et de modifications des documents d'information sur les fonds (aperçu du fonds, prospectus simplifié, rapport de la direction sur le rendement du fonds, etc.). Nous ne prévoyons pas que ces modifications auront une incidence importante sur les coûts⁸¹; les coûts engagés à cet égard seraient contrebalancés par une réduction permanente et appréciable des coûts des séries (pour les documents d'information et les documents de commercialisation).

Nous ne prévoyons pas que les échanges entre séries d'un même fonds pouvant découler de la simplification des séries de fonds auront des répercussions financières ou fiscales pour les investisseurs, car, comme c'est le cas actuellement pour les échanges entre séries d'un même fonds, ces échanges ne seraient pas considérés comme une disposition réputée à des fins fiscales.

En revanche, nous prévoyons que, comme c'est le cas actuellement pour les échanges entre séries d'un même fonds, cette activité entraînera de nombreuses opérations en nature ou de nombreux ajustements des relevés de compte des clients qui pourraient nécessiter des explications de la part du conseiller ou un avis du gestionnaire du fonds d'investissement ou du courtier en épargne collective et qui engendrerait dans chaque cas des coûts uniques⁸².

ii. *De nouveaux fournisseurs de produits à faible coût pourraient faire leur entrée sur le marché*

Nous nous attendons à ce que, à la suite de l'abandon de la rémunération intégrée, de nouveaux fournisseurs de produits à faible coût fassent leur entrée sur le marché des OPC. Certains d'entre eux ont fait savoir aux ACVM qu'ils considéraient les commissions intégrées comme une barrière à l'entrée sur le marché⁸³. Nous prévoyons qu'ils feraient leur entrée sur le marché en offrant une vaste gamme d'OPC gérés passivement ou activement.

diminution des frais des fonds chez RBC, Morningstar Canada, 29 février 2016; J. Hemeon, TDAM lowers management fees on certain funds series, Investment Executive, 22 novembre 2016).

⁸¹ Nous nous attendons à ce que ces modifications ne consistent qu'en des suppressions dans les documents d'information actuels, une simplification notable et la suppression de rubriques telles que celle sur la « Rémunération du courtier payée à partir des frais de gestion ». Nous nous attendons à ce que les gestionnaires de fonds d'investissement fusionnent les actifs dans des séries de fonds existantes, dont les frais auront probablement été révisés, plutôt que de lancer de nouvelles séries.

⁸² Nous prévoyons que ces coûts seraient engagés de toute façon parce que le représentant et le client seraient obligés de communiquer pour s'entendre sur le nouveau mécanisme de rémunération directe.

⁸³ Voir, par exemple, à la page 98 de la transcription (en anglais seulement) de la table ronde de la CVMO sur le Document de discussion et de consultation 81-407, *Les frais des organismes de placement collectif* (7 juin 2013), la question posée par la commissaire Deborah Leckman à Atul Tiwari, directeur général et chef de Placement Vanguard Canada, note 201, ci-dessous. On trouvera à l'Annexe A d'autres preuves que les commissions intégrées freinent la concurrence, car elles ont pour effet d'ériger une barrière à l'entrée sur le marché.

D'après une analyse des frais de fournisseurs de produits de fonds à faible coût sur d'autres marchés⁸⁴ et compte tenu des pratiques d'établissement des frais propres au Canada (par exemple, les différences d'ordre fiscal, comme la TVH), les estimations laissent penser que le ratio de frais de gestion (RFG) des fonds indiciels offerts par ces nouveaux venus pourrait être jusqu'à 40 points de base inférieur au coût actuel moyen des fonds indiciels. De plus, le RFG de leurs fonds gérés activement serait jusqu'à 75 points de base inférieur au coût actuel moyen des fonds gérés activement.

Après l'abandon des commissions intégrées, outre certains grands fournisseurs de produits à faible coût, il se pourrait que de petits gestionnaires d'actifs ayant de bons antécédents en matière de rendement ajusté en fonction du risque fassent leur entrée sur le marché des OPC (en lançant publiquement un fonds ou à titre de sous-conseiller). Les gestionnaires qui ont un avantage comparatif, notamment parce qu'ils offrent un modèle particulier ou un style spécialisé, pourraient avoir de meilleures chances de succès après l'abandon des commissions de suivi, car ils feraient concurrence sur le plan de leur rendement et les commissions de suivi n'entreraient pas en ligne de compte.

iii. Accroissement de la concurrence sur le plan des prix et diminution des frais de gestion des fonds

Avec le temps, l'abandon des commissions intégrées devrait réduire la motivation des courtiers en épargne collective et des représentants à recommander des produits qui maximisent leur revenu au détriment de l'intérêt de leurs clients. Les courtiers en épargne collective et les représentants porteront probablement davantage attention au rendement et au niveau des frais des fonds, ce qui poussera les gestionnaires de fonds d'investissement à améliorer leur rendement et à réduire leurs frais. Les gestionnaires de fonds d'investissement qui comptent des courtiers en épargne collective dans leur groupe subiront probablement aussi cette pression sur les prix et le rendement.

L'arrivée potentielle de fournisseurs de produits à faible coût augmentera probablement la pression concurrentielle pour réduire les frais de gestion des fonds (et peut-être aussi les frais de distribution)⁸⁵. Nous nous attendons à ce que l'arrivée de nouveaux fournisseurs sur le marché des OPC entraîne une diminution des frais des fonds existants parce que les gestionnaires de fonds d'investissement pourraient modifier leurs frais afin de conserver leur part de marché.

⁸⁴ Les estimations des frais des gestionnaires à faible coût ont été établies d'après une analyse de régression transversale des frais de gestion et des RFG non institutionnels compte tenu de la taille des fonds, du lieu de domicile (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Irlande, Australie), de la structure des produit (FNB ou OPC), de la catégorie d'actifs générale et du type de gestion (active ou passive). La tarification actuelle des séries de fonds détenues dans des comptes à honoraires se rapporte uniquement au marché canadien des fonds. Au Canada, le RFG moyen des séries de fonds à revenu fixe détenues dans des comptes à honoraires est actuellement de 48 points de base pour un fonds indiciel et de 92 points de base pour un fonds géré activement. De plus, au Canada, le RFG moyen des séries de fonds d'actions détenues dans des comptes à honoraires est actuellement de 77 points de base pour un fonds indiciel et de 124 points de base pour un fonds géré activement. Toutes les données proviennent de Morningstar Direct et sont arrêtées en juillet 2016.

⁸⁵ Voir, par exemple, Victor Reklaitis, *The Vanguard effect on fund fees, in one handy table*, Market Watch (16 novembre 2015), <http://www.marketwatch.com/story/the-vanguard-effect-on-fund-feeds-in-one-handy-table-2015-11-13>.

D'après les estimations des frais des fournisseurs à faible coût présentées ci-dessus, nous pourrions constater, peu après l'abandon des commissions intégrées, une diminution de 25 à 50 points de base du RFG des fonds d'actions gérés activement et de 10 à 25 points de base du RFG des fonds à revenu fixe gérés activement⁸⁶.

iv. *Changement d'orientation des recommandations au profit des produits à faible coût gérés passivement*

Il est raisonnable de présumer que l'abandon des commissions intégrées, compte tenu de la croissance des produits de fonds à faible coût gérés passivement, entraînera probablement aussi au fil du temps un changement d'orientation au profit des fonds à faible coût gérés passivement pour ce qui est *i)* de la liste de produits par les courtiers, *ii)* des recommandations des représentants, et *iii)* du choix des fonds par les investisseurs. Nous demeurons toutefois prudents quant à la portée de ces changements et au rythme auquel ils s'effectueraient. Ainsi qu'il est indiqué plus haut et à l'Annexe A, le marché canadien des OPC (à l'exclusion des FNB) est essentiellement axé sur les fonds gérés activement⁸⁷. Bien que le niveau des commissions de suivi versées sur les fonds indiciels par rapport à celui des commissions versées sur les fonds gérés activement ait probablement toujours été une raison de leur manque de popularité auprès des courtiers en épargne collective et des représentants, nous reconnaissons qu'il faut du temps pour changer des habitudes⁸⁸. Par ailleurs, bien que plusieurs gestionnaires de fonds d'investissement aient déjà offert et continuent d'offrir des fonds indiciels, ils ne les ont pas toujours commercialisés « activement »⁸⁹.

⁸⁶ Cette estimation est fondée sur une diminution des frais actuels des gestionnaires de fonds d'investissement correspondant au tiers ou aux deux tiers de la différence entre leurs frais et ceux des nouveaux fournisseurs à faible coût. En outre, nous avons constaté des diminutions de frais similaires après l'arrivée de fournisseurs de FNB à faible coût sur le marché canadien en 2011 et en réaction à la concurrence de FNB américains, qui se livraient eux-mêmes à une guerre des frais à peu près simultanément. Au Canada, contrairement au marché des OPC, le marché des FNB est ouvert à la concurrence étrangère. Les Canadiens souscrivent couramment des titres de FNB américains. En mars 2016, 27 cents de chaque dollar investi par des investisseurs individuels dans des FNB au Canada étaient détenus dans un FNB américain.

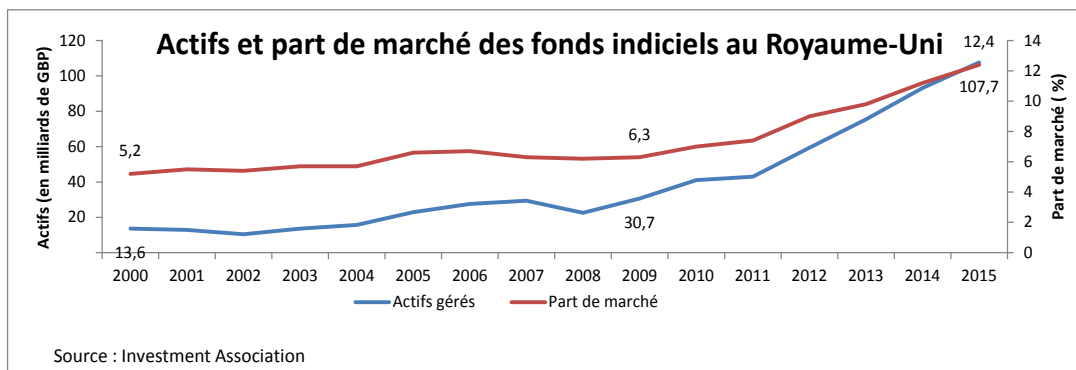
⁸⁷ Bien que le secteur des OPC procède au lancement d'environ 200 fonds chaque année, le dernier lancement d'un fonds indiciel remonte à 2013.

⁸⁸ Une étude récente mettant en lumière les choix de placement non optimaux effectués par des conseillers financiers pour leurs portefeuilles laisse penser que des croyances bien établies et des compétences insuffisantes peuvent constituer des entraves majeures au changement (voir Juhani T. Linnainmaa, Brian T. Melzer et Alessandro Previtero, *Costly Financial Advice: Conflicts of Interest or Misguided Beliefs?*, décembre 2015, <http://faculty.chicagobooth.edu/juhani.linnainmaa/MisguidedBeliefs.pdf>). Toutefois, cette étude n'indique pas clairement dans quelle mesure ce préjugé à l'égard de certains produits est attribuable aux décisions du courtier quant à sa liste de produits. Nous savons que la majorité des courtiers en épargne collective au Canada offrent uniquement ou principalement des produits exclusifs.

⁸⁹ Voir, par exemple, Rob Carrick, *TD's e-series funds: Easy to love, hard to buy*, Globe and Mail, 9 mai 2011; Dan Bartolotti, *More Fun With the TD e-Series Funds*, Money Sense Magazine Online, 23 septembre 2010; Dan Bartolotti, *TD Responds to e-Series Concerns*, Money Sense Magazine Online, 20 août 2010.

Examinons ce qui s'est passé au Royaume-Uni⁹⁰. Ce pays a commencé à constater une augmentation importante de la distribution et des actifs détenus dans des fonds indiciels plusieurs années avant la date d'entrée en vigueur des réformes issues du Retail Distribution Review le 1^{er} janvier 2013. D'après les données de l'Investment Association présentées dans la figure 9 ci-dessous, la part de marché des fonds indiciels a commencé à augmenter de façon marquée après 2009⁹¹. Elle est passée de 6,3 % à 12,4 %, et les actifs gérés ont augmenté de 251 % (77 milliards de livres sterling) de décembre 2009 à décembre 2015.

Figure 9 : Croissance des fonds indiciels au Royaume-Uni



Si nous devons assister à une augmentation similaire avant l'abandon des commissions intégrées au Canada, nous nous attendrions à ce que la part de marché des fonds indiciels passe de 1,5 % actuellement (18,8 milliards de dollars⁹²) à une fourchette de 5 % à 10 % cinq ans après l'abandon⁹³.

⁹⁰ Ainsi qu'il est indiqué dans la partie 1, l'analyse de réformes similaires dans d'autres territoires est certes instructive et révélatrice, mais leurs répercussions pourraient être différentes dans le marché canadien compte tenu des caractéristiques propres à ces marchés, notamment celles de leurs participants et la dynamique concurrentielle particulière dans laquelle ils exercent leurs activités, la structure de ces marchés, les habitudes d'épargne de leurs investisseurs et la portée de leurs réformes respectives.

⁹¹ Bien qu'ils aient été publiés en mars 2010, les règlements et les indications définitifs concernant les réformes issues du Retail Distribution Review au Royaume-Uni avaient été annoncés bien avant cette date, ce qui a permis au secteur des valeurs mobilières de s'adapter à l'avance (voir, par exemple, David Ricketts, *Rapidly evolving online platforms face competition*, Financial Times, 7 septembre 2008).

⁹² Voir la figure 4 ci-dessus (source : Investor Economics)

⁹³ Cette estimation est fonction du rythme auquel la demande de fonds indiciels augmentera après l'abandon des commissions de suivi et de l'ampleur de la croissance globale du secteur des fonds (entre autres facteurs). Par exemple, si la croissance d'environ 7 % du secteur des OPC dans les dix dernières années se maintenait, si le taux de croissance des fonds indiciels était le même qu'au Royaume-Uni et si nous abandonnions les commissions intégrées en 2020, le total des actifs investis dans des fonds indiciels passerait d'ici 2025 de 18,8 milliards de dollars à 125 milliards de dollars, ce qui représente une part de marché de 5 %. À supposer que la croissance globale du secteur des OPC ralentisse considérablement (pour s'établir à 1 % ou 2 % par année) et que la croissance des fonds indiciels demeure la même, la part de marché de ces fonds s'approcherait de la barre des 10 %.

v. *Changement de la nature des actifs gérés par les gestionnaires de fonds d'investissement*

L'abandon des commissions intégrées⁹⁴ pousserait probablement les gestionnaires de fonds d'investissement à privilégier les fonds à faible coût gérés passivement. Nous pourrions voir les investissements passer des OPC classiques aux FNB (gérés ou non par le même gestionnaire de fonds d'investissement). Nous nous attendons à ce que les gestionnaires de fonds d'investissement révisent alors les coûts et les rendements de leur gamme de fonds et, dans certains cas, à ce qu'ils étoffent leur offre de fonds gérés passivement ou commencent à en proposer.

Outre ce passage aux produits gérés passivement, nous pourrions assister à un changement de la nature des actifs gérés par les gestionnaires de fonds d'investissement actifs. Par exemple, il est raisonnable de présumer que si, après l'abandon des commissions intégrées, ils doivent devenir plus concurrentiels pour ce qui est du rendement ajusté en fonction du risque, les fonds gérés activement qui produisent actuellement des alphas négatifs pourraient, avec le temps, être considérés à risque.

Les résultats d'un examen des fonds à honoraires actuels gérés activement (série F)⁹⁵ et de leur alpha sur cinq ans semblent indiquer ce qui suit :

- 87 % des gestionnaires de fonds d'investissement qui proposent des fonds gérés activement ont des fonds à alpha négatif dont les investisseurs risqueraient de demander le rachat si les commissions intégrées étaient abandonnées et si ces gestionnaires n'étaient pas en mesure d'ajuster leurs honoraires ou d'améliorer le rendement⁹⁶.
- Les gestionnaires de fonds d'investissement actifs qui gèrent des fonds à alpha négatif pourraient voir la proportion des actifs à risque de rachat s'établir en moyenne à 53 % de leurs actifs.
- Au total, on estime à 44 % la proportion des actifs des fonds gérés activement qui pourraient faire l'objet de rachat et être affectés à des gestionnaires de fonds d'investissement concurrents si les commissions intégrées étaient abandonnées et si ces gestionnaires n'étaient pas en mesure d'ajuster leurs honoraires ou d'améliorer le rendement.
- En moyenne, 59 % des actifs des gestionnaires de fonds d'investissement actifs ne bénéficiant pas de possibilités de distribution par des personnes apparentées ou ayant des

⁹⁴ Bien d'autres facteurs que l'abandon des commissions intégrées pourraient provoquer une réaffectation des capitaux aux fonds à faible coût gérés passivement.

⁹⁵ Étant donné que nous nous penchons sur les conséquences de l'abandon des commissions intégrées, nous nous sommes concentrés sur l'alpha sur cinq ans des comptes à honoraires. L'analyse présentée sous la présente rubrique est fondée sur des données de Morningstar Direct de juin 2016.

⁹⁶ Ces actifs peuvent déjà être à risque. Nous nous attendons cependant à ce que l'abandon des commissions intégrées augmente ce risque. Les fonds qui enregistrent déjà des rachats nets pourraient voir leur taux de rachat augmenter davantage.

possibilités limitées⁹⁷ pourraient, avec le temps, subir des pressions de rachat, toujours dans l'hypothèse où ces gestionnaires ne seraient pas en mesure d'ajuster leurs honoraires ou d'améliorer le rendement.

Comme nous l'avons souligné tout au long de la présente rubrique, tout dépend de la réaction des gestionnaires de fonds d'investissement à l'abandon des commissions intégrées. Et comme nous l'indiquons ci-dessus, nous nous attendons à ce que, pour conserver leurs parts de marché, ils changent progressivement leur stratégie concurrentielle en réduisant les prix et en recentrant leurs efforts de distribution sur l'amélioration du rendement ajusté en fonction du risque.

vi. *Innovations du marché en matière de distribution des produits et de conseils*

En ce qui concerne l'effet global sur la distribution des produits et les conseils, il est important de souligner que l'abandon des commissions intégrées n'obligerait pas les courtiers à passer à la rémunération à honoraires. Ainsi qu'il est indiqué dans la partie 3, les courtiers pourraient encore facturer des commissions à leurs clients directement, adopter un mécanisme de rémunération à honoraires, passer à la tarification horaire ou adopter toute autre combinaison de modes de paiement, tant que la rémunération n'est pas intégrée dans le produit ou payée par le gestionnaire de fonds d'investissement⁹⁸.

Il est prévu que si nous abandonnions les commissions intégrées, les innovations actuelles et à venir du marché contribueraient à faire en sorte que les ménages du marché de masse continuent d'avoir accès à des conseils.

Comme nous le faisons remarquer ci-dessus, la majorité des ménages du marché de masse ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement et ne seraient pas touchés par l'abandon des commissions intégrées. Toutefois, l'évolution récente du marché nous laisse penser qu'ils auront vraisemblablement un meilleur accès aux conseils en ligne au cours des prochaines années⁹⁹.

⁹⁷ Nous nous concentrons ici sur les gestionnaires de fonds d'investissement qui n'ont pas accès à un réseau de distribution intégré parce que des recherches canadiennes et étrangères démontrent que l'appartenance à un groupe – l'accès à la distribution par des entités du même groupe – peut faire obstacle à la concurrence sur les prix et le rendement (voir, par exemple, Douglas Cumming et coll., note 3, ci-dessus). Dans la prochaine rubrique, nous faisons toutefois remarquer que même pour les gestionnaires de fonds bénéficiant d'un tel réseau, nous prévoyons qu'il pourrait y avoir une forte pression sur les prix et le rendement des produits après l'abandon des commissions intégrées.

⁹⁸ Par exemple, dans son dernier bulletin, la FCA signale que certaines structures de facturation ont gagné en popularité depuis le Retail Distribution Review, comme la tarification horaire (20 % des courtiers), la facturation selon un pourcentage des actifs (48 % des courtiers), les honoraires fixes (22 % des courtiers) et la rémunération mixte (10 % des courtiers). À noter que, contrairement à ce que nous proposons, les nouveaux mécanismes prévoyant le versement de commissions à l'acquisition ont été interdits au Royaume-Uni (Financial Conduct Authority, *Data Bulletin Issue 7*, octobre 2016).

⁹⁹ Les résultats d'une étude publiés par Ernst & Young en 2016 révèlent que, au Canada, 8,2 % des consommateurs adeptes des technologies numériques ont utilisé au moins deux produits numériques ou en ligne (la **technologie financière**) au cours des six derniers mois, sous forme de transferts d'argent, de paiements, d'épargne et d'investissements, comparativement à 15,5 % à l'échelle mondiale. L'étude révèle également que si la connaissance de ces produits augmentait, le taux d'adoption pourrait tripler d'ici un an, passant de 8,2 % à 24,1 %.

Les conseils en ligne (aussi appelés robots-conseils) sont un secteur émergent des services financiers au Canada, même si un certain nombre de plateformes de conseils en ligne sont établies depuis quelque temps déjà. Les conseillers en ligne¹⁰⁰ n'ont peut-être pas encore eu une incidence importante sur le marché, qu'il s'agisse du nombre de ménages touchés ou de la part du patrimoine gérée, mais, étant donné qu'ils proposent d'ordinaire des titres de fonds d'investissement dans le cadre d'un service de répartition d'actif, plusieurs raisons nous portent à croire qu'ils bouleverseront les habitudes et qu'ils pourraient ouvrir progressivement l'accès aux conseils.

Premièrement, les conseils en ligne sont souvent moins chers que les conseils classiques et ils le demeureront vraisemblablement, surtout si l'on abandonne les commissions intégrées.

Le coût de la distribution et des conseils qu'implique le recours à un courtier en épargne collective classique faisant partie d'une société intégrée verticalement, exception faite des frais de tenue de compte et du coût des produits, est normalement de 1 % ou plus des actifs¹⁰¹. Les frais de tenue de compte pour les conseils en ligne, à l'exclusion du coût des OPC, vont généralement de 0,15 % à 0,7 % des actifs par an aujourd'hui, selon la somme investie¹⁰², et le RFG moyen des fonds sur ces plateformes s'établit à environ 0,25 %. Cette capacité des conseillers en ligne de demander moins cher que le réseau dominant de prestation de conseils aux ménages qui détiennent des titres de fonds d'investissement et ont accumulé un patrimoine modeste limitera vraisemblablement ce que ce réseau pourra facturer à l'avenir pour distribuer des fonds d'investissement et fournir des conseils.

La figure 10 ci-dessous indique les coûts minimaux, maximaux et moyens actuels des conseillers en ligne pour les comptes contenant des actifs d'une valeur jusqu'à 1 million de dollars. Par rapport au modèle classique de distribution de titres d'OPC dont les coûts s'établissent à 1 %, il semble que les conseils en ligne ont le potentiel de devenir un important modèle de distribution au Canada.

Comme nous l'indiquons ci-dessus, cependant, les conseils en ligne sont un secteur émergent au Canada. Les prix qui ont cours et les services fournis actuellement ne sont pas forcément

¹⁰⁰ Nous parlons de « conseillers en ligne » parce que, au Canada, les conseillers qui fournissent des conseils au moyen d'une plateforme en ligne doivent être des gestionnaires de portefeuille et des gestionnaires de portefeuille d'exercice restreint inscrits. Ces sociétés offrent des services de gestion de placement discrétionnaires à bas prix aux investisseurs individuels au moyen de sites Web interactifs. Les conseillers en ligne doivent quand même examiner les comptes créés par le processus automatisé, comme il est indiqué dans l'Avis 31-342 du personnel des ACVM, *Indications à l'intention des gestionnaires de portefeuille relativement aux conseils en ligne*. Ceux qui ont été autorisés à exercer des activités au Canada ne sont pas des « robots-conseillers » comme ceux que l'on voit aux États-Unis, qui peuvent fournir leurs services avec une intervention minimale ou sans l'intervention d'un représentant. Les conseillers en ligne canadiens, pour leur part, fournissent parfois des services hybrides, c'est-à-dire qu'ils utilisent une plateforme en ligne pour des raisons d'efficacité, mais que leurs représentants participent quand même activement à la prise de décision (et doivent en répondre).

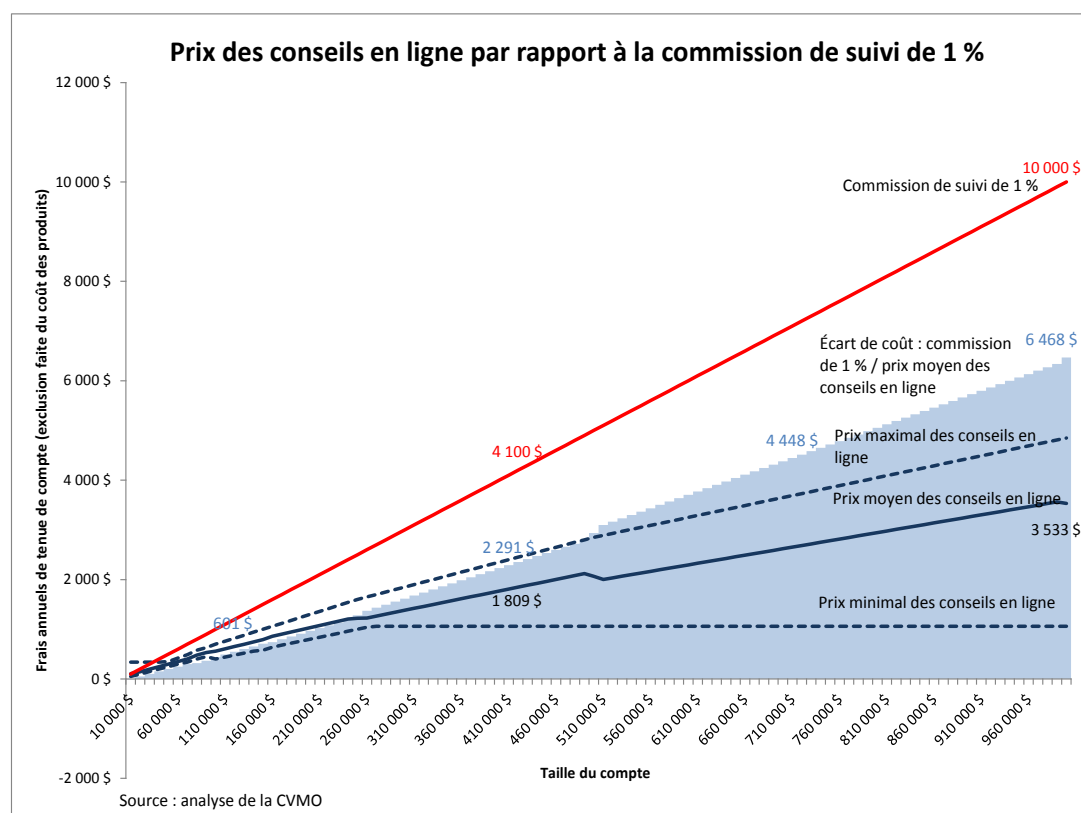
¹⁰¹ La majorité des titres d'OPC distribués en succursale bancaire sont des titres de fonds de fonds (voir par exemple Investor Economics, *Insight Report*, novembre 2016, p. 3). Ces fonds comportent habituellement une commission de suivi affichée de 1 %, et dans certains cas de plus de 1 %.

¹⁰² Nous soulignons que tous les coûts des conseils en ligne ne sont pas si bas actuellement.

représentatifs des prix qui seront pratiqués sur le long terme. Par exemple, il faudra voir si les nouveaux conseillers en ligne prendront suffisamment d'envergure avant que les conseillers existants adoptent les innovations¹⁰³, sinon la pression sur les prix provoquée par leur arrivée pourrait n'être que provisoire. De plus, nous n'avons pas encore vu s'implanter au Canada les modèles de conseils en ligne hybrides à faible coût qui existent sur d'autres marchés¹⁰⁴.

Si nous abandonnions les commissions intégrées, les interventions de nouveaux venus mieux établis et mieux capitalisés sur le marché pourraient, après l'abandon, nuire à la capacité des conseillers existants de limiter la pression sur les prix.

Figure 10 : Prix des conseils en ligne par rapport au prix des conseils classiques



¹⁰³ Certains signes avant-coureurs ont été notés, la BMO et la RBC s'étant lancées ou se préparant à se lancer dans les conseils en ligne, et la Financière Power ayant investi massivement dans Wealhtsimple. Voir, par exemple, Fiona Collie, « RBC Wealth Management explores adding robo-advisor », *Investment Executive*, 8 octobre 2015; Paul Lucas, « Royal Bank of Canada turns to robo advisors », *Wealth Professional*, 4 février 2016. Plusieurs conseillers en ligne fournissent maintenant aux conseillers financiers une plateforme Web qui leur permettra de continuer à offrir des services à des clients secondaires (c'est-à-dire les ménages du marché de masse).

¹⁰⁴ À titre d'exemple, Vanguard Personal Advisor Services, aux États-Unis, offre au client ayant au moins 50 000 \$ à investir des conseils automatisés jumelés à l'intervention d'un conseiller classique à un prix de 30 points de base qui diminue à mesure que les actifs augmentent (<https://personal.vanguard.com/pdf/vpabroc.pdf>). Le programme remporte plus de succès que les services n'offrant que des conseils automatisés. Il comptait des actifs de 41 milliards de dollars un an après son lancement (voir Alex Eule, *The Future of Mutual Funds*, Barron's, 9 juillet 2016).

Les conseillers en ligne auront probablement une incidence non seulement sur les prix de la distribution, mais également sur les types de produits distribués, surtout si les commissions intégrées sont abandonnées.

Encore une fois, la majorité des ménages ayant accumulé quelques épargnes ont une relation d'affaire avec un courtier appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur. Comme nous l'indiquons ci-dessus, les conseils dont ces ménages ont besoin sont généralement plus limités, et les types de produits qui leur sont offerts sont souvent des solutions toutes faites comme des fonds de fonds parce qu'ils sont faciles à distribuer et réduisent le risque de conformité du représentant en transférant sa responsabilité de création du portefeuille au gestionnaire de fonds d'investissement. Sous bien des rapports, les fonds de fonds équivalent au service de répartition d'actif proposé par de nombreux conseillers en ligne. Selon des données de l'IFIC, pour la période de six exercices terminée en décembre 2015, les ventes nettes de titres de fonds de fonds ont totalisé 191 milliards de dollars, comparativement à 32 milliards de dollars pour les fonds autonomes classiques. Ces titres sont devenus le produit dominant dans le secteur des OPC.

Les capitaux des fonds de fonds offerts dans le réseau des institutions de dépôt sont typiquement investis dans des fonds gérés activement par des personnes apparentées. Selon les recherches, même si les fonds gérés activement n'obtiennent généralement pas un rendement supérieur à celui de leur indice de référence, il est encore moins probable que le rendement d'un portefeuille de fonds gérés activement dépasse celui d'un portefeuille de fonds gérés passivement¹⁰⁵.

Cette tendance est confirmée par le rendement des fonds de fonds au Canada. À la fin de mars 2016, compte non tenu du biais du survivant¹⁰⁶ qui réduirait encore davantage le pourcentage de fonds ayant obtenu un meilleur rendement que celui de leur indice de référence, seuls 8 % des fonds de fonds parvenaient à dépasser leur indice, selon des chiffres ajustés en fonction du risque¹⁰⁷, sur une période de trois ans, 10 % sur une période de cinq ans et 8 % sur une période de dix ans. De plus, seuls trois fonds ont été plus performants que leur indice de référence sur les trois périodes.

Étant donné que la plupart des fonds de fonds sont gérés activement et que bon nombre des portefeuilles gérés par les conseillers en ligne (mais pas tous) sont constitués de FNB ou d'OPC à faible coût et gérés passivement, nous nous attendrions à ce que ces portefeuilles obtiennent au moins le même rendement que les fonds de fonds classiques offerts actuellement par les sociétés intégrées verticalement. On s'attendrait également à ce que les offres de conseils en ligne se perfectionnent avec le temps.

L'automatisation accrue des conseils signifie que, avec le même nombre de représentants, une plateforme de conseils en ligne a le potentiel de servir plus de ménages qu'un réseau de conseillers classique. De plus, comme les conseils en ligne sont généralement moins chers et offrent au moins une partie des avantages considérés comme des inducteurs de valeur potentiels

¹⁰⁵ Richard A. Ferri et Alex C. Benke, *A Case for Index Fund Portfolios: Investors holding only index funds have a better chance for success*, juin 2013. Voir les autres études citées à la note 194 de l'Annexe A.

¹⁰⁶ Sans tenir compte des fonds qui ont été dissous ou qui ont fusionné au cours de la période visée. L'inclusion de ces fonds aurait réduit encore davantage le pourcentage de fonds ayant dépassé leur indice de référence.

¹⁰⁷ Selon des ratios d'information pour les périodes visées.

des conseillers classiques¹⁰⁸, nous prévoyons que l'augmentation de l'offre de conseils en ligne pourrait améliorer l'accès des investisseurs aux conseils¹⁰⁹.

On s'attend également à ce que l'automatisation accrue profite tout autant aux réseaux de conseillers classiques, qui devraient par conséquent connaître des gains de productivité. L'automatisation pourrait permettre aux prestataires de conseils classiques de servir des segments du marché qu'ils ne couvraient pas auparavant¹¹⁰.

L'abandon des commissions intégrées, le rehaussement éventuel des obligations des courtiers et des représentants ainsi que la croissance des services-conseils en ligne pourraient aussi accroître l'offre et la demande de gestion sous mandat discrétionnaire¹¹¹ au Canada. En effet, ces mesures et la deuxième phase du MRCC pourraient encourager les courtiers et les représentants à expliquer leur proposition de valeur aux clients comme plusieurs n'ont pas eu à le faire jusqu'à maintenant. Dans certains cas, le représentant n'aura qu'à montrer aux clients que le recours à des conseils discrétionnaires favorise une discipline d'épargne, leur simplifie la vie et leur fait gagner du temps. On a constaté dans une certaine mesure cette transition au Royaume-Uni après la mise en œuvre des réformes issues du Retail Distribution Review ainsi que dans les autres pays d'Europe où des changements similaires ont été mis en application¹¹². On s'attend également à ce que, dans un avenir prévisible, les investisseurs aient de plus en plus recours aux conseils discrétionnaires sur ces marchés.

Il est important de noter que cette tendance, qu'elle se produise en réponse à l'abandon des commissions intégrées ou à d'autres projets en cours en matière de politiques, aura vraisemblablement pour effet de pousser le coût des conseils à la hausse. Dans ce cas, toutefois,

¹⁰⁸ Selon le rapport de Vanguard Advisor's Alpha, les inducteurs de valeur intégrés dans les options de conseils en ligne sont la répartition des actifs, l'utilisation de produits à faible coût et le rééquilibrage. Ryan Rich, Colleen M. Jaconetti, Francis M. Kinnery Jr., Donald G. Bennyhoff et Yan Zilbering, *Putting a value on your value: Quantifying Vanguard Advisor's Alpha in Canada*, 2015, The Vanguard Group, Inc.

¹⁰⁹ Accenture fait remarquer que [TRADUCTION] « le succès initial des robots-conseils est attribuable en bonne partie à la clientèle aisée du marché de masse qui délègue la gestion de son patrimoine, segment qui a toujours été mal servi ». Voir *The Rise of Robo-Advice: Changing the Concept of Wealth Management*, 2015, p. 2.

¹¹⁰ Voir, par exemple, Tessie Sanci, « Nest Wealth readies launch of new tool for financial advisors », *Investment Executive*, 19 avril 2016; James Langton, « Canada's robo-advisor market to see robust growth », *Investment Executive*, 19 mai 2016; Tessie Sanci, « Wealthsimple for Advisors readies for launch », *Investment Executive*, 11 mai 2016.

¹¹¹ La gestion sous mandat discrétionnaire est une forme de gestion de placements dans laquelle le gestionnaire de portefeuille a le pouvoir de prendre des décisions d'investissement pour le compte du client, y compris le pouvoir discrétionnaire d'effectuer des opérations sur des titres, sans devoir obtenir le consentement exprès du client pour chaque opération (source : définition de l'expression « compte géré » prévue par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*).

¹¹² Voir, par exemple, le rapport conjoint d'Oliver Wyman et de J.P. Morgan intitulé *The Future of European Wealth Management: Imperatives for Success*, novembre 2014; BlackRock, *Wealth Management Industry Survey 2015*; David Boyle, « A strong DFM market », *Defaqto*, 26 mars 2016; « DFMs open up a greater choice for clients », FT Adviser, 24 octobre 2016.

nous nous attendrions à ce que le niveau des services et des conseils soit mieux harmonisé avec les coûts.

La réponse à la question de savoir si cette évolution est à l'avantage des investisseurs dépend du point de départ, soit les investisseurs ou les courtiers. Par exemple, en réponse à un sondage, des sociétés européennes et britanniques ont déclaré qu'elles ont adopté ou prévoient adopter les conseils discrétionnaires au moins en partie parce qu'elles considèrent que cette approche est moins chronophage et donc plus rentable du point de vue des coûts de conformité que les services-conseils classiques¹¹³. D'autres entreprises sondées estiment qu'outre la plus grande simplicité et souplesse du modèle, le changement découle aussi du fait que les clients le comprennent plus facilement et qu'il a donc plus de valeur à leurs yeux¹¹⁴.

Nous prévoyons que certains courtiers seraient moins touchés que d'autres par l'abandon des commissions intégrées, du moins initialement. Ce sera notamment le cas de ceux qui appartiennent à une institution de dépôt ou à un assureur et qui, actuellement, ne perçoivent pas de commissions intégrées mais plutôt des paiements de transfert sans lien avec la souscription ou la propriété continue de titres d'OPC, qui leur sont versés par leur société mère non inscrite aux fins de l'exercice du commerce des valeurs mobilières. On prévoit que même ces sociétés seraient incitées à modifier, au fil du temps, leurs produits, services et prix, afin de concurrencer les nouveaux modèles de distribution à faible coût¹¹⁵.

Dans la rubrique qui suit, nous examinons les répercussions potentielles sur certaines parties prenantes.

3. Répercussions de l'abandon des commissions intégrées sur certaines parties prenantes

a. Investisseurs

Nous exposons ci-après les répercussions potentielles de l'abandon des commissions intégrées sur différents types d'investisseurs. Les répercussions sur une catégorie d'investisseurs donnée peuvent également s'appliquer dans une certaine mesure à une autre catégorie.

i. Investisseurs ayant moins de 100 000 \$ d'actifs à investir (marché de masse)

Comme il est expliqué ci-dessus, nous nous attendons à ce que ce groupe d'investisseurs, à l'instar de tous les autres, voient leurs frais de gestion active et de gestion de fonds diminuer de manière générale. Les nouveaux acteurs sur le marché serviront probablement ces investisseurs, qui devraient utiliser de plus en plus les fonds à faible coût gérés passivement. Il est probable qu'afin de répondre aux besoins de ces investisseurs, les courtiers soient amenés à proposer des plateformes de conseils en ligne ou à y recourir davantage. Cette évolution implique notamment,

¹¹³ Rapport conjoint d'Oliver Wyman et de J.P. Morgan, *The Future of European Wealth Management: Imperatives for Success*, novembre 2014, p. 15.

¹¹⁴ BlackRock, *Wealth Management Industry Survey 2015*.

¹¹⁵ Il convient de noter que certains courtiers ont pris les devants en commençant à simplifier leurs options de souscription, à réduire le coût des produits et à introduire des mécanismes de paiement direct dans leur réseau de succursales (voir la note 80).

si l'on tient compte du nombre de ménages qui ne possèdent pas de titres de fonds d'investissement dont il a été question précédemment, que ce groupe a le potentiel de grossir au fil du temps. Le pourcentage de ménages canadiens détenant des titres de fonds pourrait ainsi dépasser les 37 % recensés à l'heure actuelle.

Compte tenu du changement d'orientation dans les recommandations de produits abordé précédemment, nous nous attendons à ce que les représentants, en particulier ceux des courtiers en épargne collective indépendants qui offrent une liste ouverte de produits, cherchent davantage à réduire les coûts des produits et à proposer des produits offrant un meilleur rendement. L'abandon des commissions intégrées pourrait également dissuader les représentants de recourir à des stratégies d'effet de levier inappropriées. Par ailleurs, l'une des conséquences négatives de cet abandon pour les ménages du marché de masse est que les courtiers pourraient décider de ne plus leur offrir de services¹¹⁶.

Certains investisseurs pourraient ne pas saisir la valeur du coût des conseils et choisir de s'adresser à un autre courtier, un courtier en ligne, un courtier exécutant ou un conseiller en ligne. Nous pensons que ce changement de comportement ne serait pas radical, étant donné que le nouveau rapport annuel sur les frais et les autres formes de rémunération aura déjà été mis en œuvre dans la deuxième phase du MRCC. Il est possible qu'en réponse à la mise en œuvre de la deuxième phase du MRCC, les investisseurs qui ne voient pas de valeur aux conseils aient déjà transféré leurs actifs chez un autre courtier, un courtier en ligne, un courtier exécutant ou un conseiller en ligne. Le mouvement pourrait s'observer chez les personnes qui souhaitent investir dans les OPC sans toutefois obtenir de conseils. Les investisseurs qui choisissent de transférer leurs actifs chez un courtier en ligne ou un courtier exécutant n'auront plus à supporter le coût des commissions de suivi.

Il est juste de dire que, à l'heure actuelle, ce groupe d'investisseurs risquent le plus d'être affectés par cette « carence en matière de conseils » — c'est-à-dire qu'ils ne pourront obtenir la quantité de conseils souhaitée au prix qu'ils sont disposés à payer¹¹⁷. Comme nous l'avons expliqué précédemment, il s'agit du groupe d'investisseurs les moins susceptibles de recevoir des conseils actuellement et, s'ils en reçoivent, la gamme de services¹¹⁸ offerts est généralement

¹¹⁶ Nous soulignons que selon les données d'Ipsos, environ 14 % des ménages du marché de masse font affaire avec un courtier en épargne collective indépendant ou appartenant à une société intégrée. Parmi ces ménages, environ 38 % ont également une relation d'affaire avec un courtier appartenant à une institution de dépôt ou un assureur.

¹¹⁷ Dans le rapport de la FCA et du HM Treasury intitulé *Financial Advice Market Review: Final Report* (mars 2016), la « carence en matière de conseils », ou *advice gap*, s'entend de l'impossibilité pour les consommateurs d'obtenir des conseils et des recommandations dont ils ont besoin au prix qu'ils sont disposés à payer. Nous constatons que, dans d'autres territoires, la carence en matière de conseils ne découle pas exclusivement de l'interdiction des commissions intégrées, mais plutôt d'un certain nombre de facteurs (notamment l'évolution des modèles d'entreprise et des préférences des consommateurs ainsi que les progrès technologiques) présents normalement dans tous les marchés des services financiers concurrentiels.

¹¹⁸ Les services et les conseils financiers peuvent, sans qu'il s'agisse d'une obligation, englober une vaste gamme de services, notamment des recommandations d'investissement, la répartition d'actifs, l'élaboration de régimes d'épargne systématique ou de régimes enregistrés, l'élaboration d'un plan financier écrit, la planification fiscale, la planification successorale, la gestion de la dette et la budgétisation des flux de trésorerie.

moins étendue que celle dont bénéficient les investisseurs au patrimoine plus important¹¹⁹. Les ménages ayant peu à investir sont considérés comme les plus difficiles à servir de nos jours, étant donné les coûts et la variabilité d'échelle des modèles de conseils existants par rapport au revenu qui peut être gagné. Ce groupe représente néanmoins, en nombre et non en proportion de la valeur totale du patrimoine, la majorité des ménages.

Pour un certain nombre de motifs évoqués précédemment dans la présente rubrique, malgré les risques potentiels, nous ne prévoyons pas que la mise en œuvre de nos propositions provoquerait une carence importante en matière de conseils.

D'abord, en ce qui a trait au risque d'accroître cette carence, nous précisons que la majorité des ménages du marché de masse ne détiennent pas de titres de fonds d'investissement et que, parmi ceux qui en détiennent, la majorité les ont souscrits auprès de courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur. Nous prévoyons que ces courtiers continueront de servir les ménages du marché de masse si nous décidons de délaissier les commissions intégrées. Comme nous l'avons souligné précédemment, en raison de leur appartenance à des entités intégrées à la fois verticalement et horizontalement, de nombreux courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur (en particulier les courtiers en épargne collective, qui, nous l'avons vu, servent la majorité de ces ménages) ont déjà délaissé la méthode de rémunération classique fondée sur un barème et sur les commissions intégrées¹²⁰. Étant donné leur forte intégration verticale, ces sociétés ne se sont pas concentrées sur un secteur d'activité en particulier (que ce soit les OPC, les CPG, les prêts hypothécaires, les cartes de crédit, etc.), mais se sont plutôt attachées à accumuler des actifs dans tous les secteurs et à orienter les clients vers les secteurs adéquats¹²¹.

L'abandon des commissions intégrées n'aura probablement en soi que peu d'effets directs sur ces modèles d'entreprise intégrés. Ces courtiers continueront d'offrir un large éventail de produits et de services financiers (y compris des OPC) aux ménages ayant de petites sommes à investir. Nous avons décrit précédemment les tendances à l'automatisation susceptibles d'améliorer l'accès aux conseils pour ce groupe¹²² et avons remarqué que l'étendue des conseils et la disponibilité des conseillers étaient beaucoup plus grandes au Canada que dans d'autres territoires, notamment le Royaume-Uni.

¹¹⁹ Comme il a été mentionné précédemment lors de l'analyse des résultats du sondage d'Ipsos sur les ménages, le recours aux conseils et probablement l'étendue de ceux-ci s'accroissent en fonction de l'importance du patrimoine.

¹²⁰ Se reporter notamment à l'analyse, parue dans le Bulletin de l'ACFM n° 0689-P, note 24, ci-dessus, sur l'obligation de fournir de l'information sur les frais des courtiers qui ne touchent pas de commissions, mais qui reçoivent plutôt des paiements de transfert de sociétés du même groupe aux termes d'une convention de gestion intervenue avec la société mère. Se reporter également à l'étude sur les pratiques des conseillers en matière de rémunération réalisée par le personnel des ACVM.

¹²¹ Par exemple, vers leurs succursales liées, les conseils en succursale ou les services de conseillers financiers, de courtiers de plein exercice ou de gestion de patrimoine privé.

¹²² Se reporter également au sondage d'Accenture intitulé *2016 North American Consumer Digital Banking Survey, Banking on Value: Rewards, Robo-Advice and Relevance*, 2016.

En ce qui a trait à l'évolution du marché du conseil au Royaume-Uni depuis la mise en œuvre des réformes issues du Retail Distribution Review, il importe de tenir compte des autres facteurs à l'origine de la carence en matière de conseils mais qui ne s'appliquent pas dans le contexte canadien.

Un rehaussement des normes et du professionnalisme dans le secteur a été noté dans le cadre du dernier examen du marché des conseils financiers réalisé par la Financial Conduct Authority (la **FCA**) et du HM Treasury au Royaume-Uni¹²³. Le passage à un modèle de rémunération directe des conseils sur les produits d'investissement fournis à ces investisseurs individuels a, quant à lui, amélioré la transparence et réduit sensiblement certains conflits d'intérêts. Toutefois, un certain nombre d'entraves à l'accessibilité et à l'abordabilité des conseils ont été relevées après la mise en œuvre des réformes issues du Retail Distribution Review, lesquelles commandent de prendre les mesures suivantes :

- préciser les circonstances dans lesquelles les conseils généraux deviennent des « conseils réglementés » (*regulated advice*)¹²⁴ ou sont considérés comme tels;
- préciser les responsabilités liées aux indications fournies qui ne constituent pas des « conseils réglementés » (par exemple, le fait d'offrir des calculateurs et des outils en ligne, et d'aiguiller le comportement des clients de façon générale);
- préciser la manière de personnaliser l'évaluation de la convenance d'un investissement dans la prestation de services-conseils particuliers;
- prolonger la période de supervision des nouveaux employés qui sont en voie d'obtenir une qualification, de manière à bénéficier d'une plus grande latitude dans la formation des conseillers de demain;
- préciser la période pendant laquelle une société peut interfinancer les coûts attribuables aux nouveaux modèles de services-conseils, en veillant à ce qu'à long terme, les prix facturés pour leurs services couvrent les coûts de leur prestation (**la règle relative à l'interfinancement**);
- aider à l'introduction de nouvelles technologies destinées à automatiser les services-conseils et à simplifier et inscrire dans la réglementation le processus d'établissement des faits utilisé dans le cadre de la prestation de services-conseils classiques afin de réduire les coûts liés à l'évaluation de la convenance.

Aucune de ces entraves à l'accessibilité et à l'abordabilité des conseils n'a pu être liée à l'abandon des commissions intégrées; elles ont plutôt semblé découler de la façon dont la FCA s'y est prise pour élever la norme de diligence.

La portée de la nouvelle norme imposée aux conseillers au Royaume-Uni par suite du Retail Distribution Review est beaucoup plus vaste, en ce qui a trait aux types de conseils abordés et

¹²³ Financial Conduct Authority et HM Treasury, *Financial Advice Market Review: Final report*, mars 2016.

¹²⁴ Conseils sur un investissement donnés à une personne en sa qualité d'investisseur actuel ou potentiel (ou de mandataire d'une telle personne) et portant sur le bien-fondé de l'achat, de la vente et de la souscription (ou de l'exercice des droits relatifs à l'acquisition, à l'aliénation ou à la souscription) de l'investissement. Se reporter au document de la Financial Conduct Authority intitulé *Finalised Guidance FG15/1: Retail investment advice: Clarifying the boundaries and exploring the barriers to market development*, janvier 2015 (<http://www.fca.org.uk/static/documents/finalised-guidance/fg15-01.pdf>).

aux restrictions relatives aux pratiques commerciales, que celle envisagée dans le Document de consultation 33-404 des ACVM. Par exemple, les ACVM n'ont pas envisagé de norme équivalant à la règle relative à l'interfinancement de la FCA, qui semble avoir contribué à freiner l'introduction de nouveaux modèles de prestation de services-conseils au Royaume-Uni. Par conséquent, nous ne prévoyons pas nous heurter aux mêmes obstacles à l'élaboration de nouveaux modèles de distribution à faible coût au Canada à la suite de l'abandon des commissions intégrées.

Par ailleurs, comme il est exposé dans la partie 5, si elles décidaient d'abandonner les commissions intégrées, les ACVM prévoiraient une période de transition suffisant à permettre aux participants au marché de modifier leurs modèles d'entreprise en conséquence, afin d'atténuer tout préjudice aux investisseurs. Nous prévoyons que, comme cela a été le cas lors de l'introduction de la deuxième phase du MRCC et du régime d'information au moment de la souscription, les intervenants du secteur reconnaîtront qu'il est dans leur intérêt de sensibiliser et de préparer leurs clients au changement afin de réduire au minimum les perturbations de leurs activités¹²⁵.

Il est possible toutefois que, pour ce groupe, le coût des conseils *classiques* augmente et la prestation de conseils en personne diminue (bien que ce changement risque de se produire de toute façon au cours des prochaines années, car le seuil minimum d'un compte donnant accès aux conseils pourrait monter encore).

Comme il a été mentionné dans la partie 5, le passage aux mécanismes de rémunération directe et la mise en œuvre d'autres réformes réglementaires pourraient entraîner une hausse des frais d'exploitation et des coûts de conformité des courtiers, ce qui risque de faire grimper le coût des conseils. Certains investisseurs pourraient être forcés de se tourner vers des services-conseils en ligne, d'autres formes de conseils simplifiés, des courtiers en ligne ou des courtiers exécutants, et ce, même si ces services ne répondent peut-être pas entièrement à leurs besoins et qu'ils préféreraient recevoir des conseils en personne, mais ne peuvent plus se le permettre¹²⁶.

Bien que nous ne prévoyions pas de changement important dans les produits recommandés par les courtiers en épargne collective intégrés, nous avons remarqué que le coût et le rendement de ces produits pourraient varier en raison de l'arrivée de nouveaux participants sur le marché. Il est également possible, si nous décidons de favoriser la popularisation des mécanismes de rémunération à honoraires, que certains représentants soient moins portés à servir leurs clients

¹²⁵ James Langton, « MFDA, IFIC help inform investors about pre-sale disclosure », *Investment Executive*, 25 février 2016; Rosemary McCracken, « Talk with your clients about compensation before CRM2 comes into effect », *Insurance & Investment Journal*, 20 novembre 2015.

¹²⁶ Nous faisons remarquer toutefois que, selon de récentes données sur les coûts relatifs aux mécanismes de rémunération à honoraires (honoraires correspondant à un pourcentage des actifs) en vigueur au Royaume-Uni depuis la mise en œuvre des réformes issues du Retail Distribution Review, les honoraires demandés ne diffèrent pas beaucoup de ceux actuellement facturés au Canada. Les honoraires initiaux sont de 1 % à 3 % des actifs, auxquels s'ajoutent des frais annuels continus de 0,5 % à 1 % des actifs (se reporter au document de la Financial Conduct Authority intitulé *Data Bulletin Issue 7*, octobre 2016, page 11).

une fois la distribution initiale réalisée, ce qui pourrait entraîner une diminution indue des services (*reverse churning*)¹²⁷.

Comme les investisseurs ne sont pas toujours en mesure de négocier les honoraires ou ne comprennent pas toujours que la distribution entraîne des coûts, le passage à un modèle de rémunération en fonction des services pourrait en dissuader certains de tenter d'obtenir des conseils financiers, en particulier s'ils paient déjà indirectement des conseils qu'ils ne reçoivent pas (hormis l'évaluation de la convenance, qui est obligatoire), car ils ne voudraient peut-être pas payer pour ces conseils¹²⁸. Enfin, les représentants qui choisissent d'être rémunérés à l'exécution des opérations pourraient être tentés de multiplier les opérations¹²⁹.

ii. *Investisseurs ayant entre 100 000 \$ et 500 000 \$ d'actifs à investir (marché intermédiaire)*

À l'instar des investisseurs dont le patrimoine est modeste, les investisseurs de ce groupe devraient bénéficier d'une réduction des coûts de gestion des fonds, que ceux-ci soient gérés activement ou passivement. Il est également à prévoir que les nouveaux acteurs sur le marché tendront à cibler ce groupe et que l'utilisation des fonds gérés passivement augmente. Le délaissement des commissions intégrées transformera probablement l'offre de produits recommandés par les représentants et offerts par les courtiers au profit des fonds à faible coût gérés passivement, ce qui pourrait améliorer le résultat obtenu par l'investisseur. Nous nous attendons en outre à un accroissement des interactions avec les clients de ce groupe d'investisseurs en ce qui a trait aux offres de services et de conseils (par exemple, services complets, partiels ou à la carte). Ces différentes offres devraient permettre aux investisseurs de mieux maîtriser et comprendre la relation client-conseiller. Enfin, les investisseurs de ce groupe devraient recevoir plus de conseils discrétionnaires au fil du temps.

Tout comme les investisseurs ayant moins de 100 000 \$ à investir qui risquent de devoir se tourner vers des services-conseils en ligne, certains investisseurs à long terme pourraient voir leurs actifs transférés dans un compte à honoraires même s'il serait plus avantageux dans leur cas de payer des frais à l'exécution des opérations (il est à noter que ce changement est déjà en cours). Nous nous attendons à ce que les approches proposées dans le Document de consultation 33-404, si elles sont adoptées, limitent ces répercussions potentielles. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, ces mécanismes pourraient donner lieu à une diminution indue des services.

¹²⁷ La multiplication des opérations, *churning* en anglais, est le fait pour un courtier d'effectuer un nombre excessif d'opérations d'achat ou de vente de titres dans le compte d'un client, surtout pour générer des commissions à son profit. À l'inverse, la diminution indue des services, *reverse churning* en anglais, est le fait pour le courtier de placer les actifs d'un client dans un compte à honoraires (ou de recevoir toute autre forme de rémunération en fonction des actifs) surtout pour percevoir des honoraires, puis, en contrepartie, de ne faire que le minimum pour le client en matière de conseils, de négociation et d'opérations sur le compte.

¹²⁸ Un article paru récemment aborde la question de la quantité de conseils fournis à un client typique en fonction du nombre de clients généralement servis par le conseiller moyen (Dan Hallet. « Advice gap exists now », *Investment Executive*, mi-novembre 2016).

¹²⁹ Le *churning* est cependant une pratique que l'on peut généralement déceler facilement, et les organismes d'autoréglementation (les **OAR**) ainsi que les chefs de la conformité surveillent cette pratique régulièrement.

iii. *Investisseurs ayant plus de 500 000 \$ d'actifs à investir (ménages aisés)*

Nous nous attendons à ce que ce groupe d'investisseurs soit le moins touché par l'abandon des commissions intégrées puisqu'il est actuellement le groupe le plus susceptible de verser une rémunération non intégrée aux courtiers. Toutefois, ces investisseurs bénéficieraient probablement de la réduction des coûts de gestion des fonds susmentionnée. Comme pour les deux autres groupes, les représentants de sociétés de gestion de patrimoine privé et ceux des courtiers membres de l'OCRCVM seront vraisemblablement davantage portés à recommander à leurs clients aisés des fonds à faible coût gérés passivement lorsque ceux-ci conviennent à ces clients. Le recours aux conseils discrétionnaires devrait augmenter substantiellement pour ces investisseurs aisés. Nous prévoyons par ailleurs que les répercussions négatives seront similaires à celles qui devraient toucher les deux autres groupes d'investisseurs. Étant donné que les investisseurs aisés sont les plus recherchés par les courtiers, nous nous attendons à ce que ces investisseurs continuent de jouir d'une plus grande latitude dans les mécanismes de rémunération ainsi que d'un éventail plus large et plus étoffé de conseils et de services.

iv. *Investisseurs indépendants*

L'abandon des commissions de suivi réduirait sensiblement les coûts pour les investisseurs indépendants, qui, selon nous, devraient bénéficier de la diminution des frais de gestion des fonds et du retrait de la commission de suivi intégrale qu'ils doivent souvent déboursier. L'offre de séries de fonds pour les investisseurs indépendants pourrait également passer de 493 en date d'aujourd'hui à 4 901 (selon les séries D et les séries F actuellement offertes). Ces investisseurs devront toutefois payer directement des honoraires à l'exécution d'opérations ou des honoraires en fonction des actifs afin de compenser la perte du revenu normalement tiré des commissions de suivi. Nous ne croyons pas que ces honoraires seront plus élevés que les commissions de suivi versées actuellement à l'égard des séries de fonds pour les investisseurs indépendants — commissions qui s'établissent généralement à 0,25 % —, ce qui représenterait une baisse de 75 points de base par rapport à ce qu'ils paient habituellement à l'heure actuelle.

b. *Courtiers et gestionnaires de fonds d'investissement*

D'après les faits présentés sous les rubriques précédentes de la partie 4, nous prévoyons que, si les commissions intégrées étaient abandonnées, les parties prenantes du secteur, dans la mesure du possible selon les contraintes de certains courtiers sur le plan des ressources, prendraient les mesures nécessaires pour adopter des mécanismes de rémunération directe, en innovant, en segmentant leurs produits et leurs services et en mettant en jeu les nouvelles technologies.

i. *Gestionnaires de fonds d'investissement indépendants*

Comme nous le mentionnions plus tôt, nous prévoyons une baisse des frais de gestion des fonds et une augmentation de la part de marché des fonds à faible coût et des fonds gérés passivement au Canada. Selon nous, l'augmentation éventuelle du nombre de souscriptions de titres de fonds gérés passivement n'entraînera pas forcément la diminution des souscriptions de titres de fonds gérés activement au Canada ou la réduction des sommes totales qui y sont investies, car les actifs globaux en OPC ont augmenté en moyenne de 7,2 % par année dans les dix dernières années.

Nous estimons également que, selon l'alpha des fonds des cinq dernières années, une partie des actifs de fonds gérés activement risquerait de connaître une hausse du taux de rachat. L'abandon

des commissions intégrées pourrait aussi causer plus de difficultés aux gestionnaires actifs de fonds d'investissement relativement plus chers, présentant dans bien des cas un alpha négatif, qui ne bénéficient pas d'un réseau de distribution de courtiers membres du même groupe. Ces gestionnaires de fonds d'investissement pourraient avoir moins de possibilités que leurs concurrents intégrés de se financer grâce à leurs autres secteurs d'activité.

Nous considérons cependant que les fonds des autres gestionnaires de fonds d'investissement actifs sont susceptibles de produire des alphas élevés. Il est raisonnable de penser que ceux d'entre eux qui touchent des commissions de suivi moins élevées ou n'en reçoivent aucune auront un meilleur accès au réseau des courtiers exécutants¹³⁰. L'abandon des commissions intégrées pourrait aussi offrir aux gestionnaires de fonds d'investissement indépendants qui proposent des fonds à alphas élevés de meilleures possibilités d'accéder au réseau de l'OCRCVM et à celui des membres indépendants de l'ACFM, car, selon nous, le rendement des fonds deviendra un facteur important des choix d'investissement, ce qui vaudra à ces gestionnaires une part accrue du marché.

Bien que nous prévoyions un meilleur accès aux fonds à faible coût sur la plateforme de l'OCRCVM et celle des membres indépendants de l'ACFM, nous pensons que les gestionnaires de fonds d'investissement indépendants seront encore désavantagés, car ils pourraient ne pas avoir accès aux sociétés dont la liste demeure fermée et n'est constituée que de produits exclusifs (principalement des sociétés membres de l'ACFM appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur). Ils pourraient être obligés d'établir un réseau de distribution directe au client et de s'inscrire à titre de courtier pour livrer concurrence dans ce segment, ou encore de faire appel aux services-conseils en ligne d'un tiers pour atteindre ces investisseurs.

ii. *Courtiers en épargne collective indépendants*

Nous prévoyons que les courtiers en épargne collective indépendants, à l'instar des gestionnaires de fonds d'investissement, auraient à livrer concurrence sur le niveau global des services et des conseils dans un marché qui sera probablement transformé en profondeur par l'arrivée de solutions automatisées et par les progrès technologiques en général dans les quelques années à venir. L'intensification de la concurrence pourrait néanmoins receler des occasions d'affaires pour ces sociétés.

L'introduction de fonds à faible coût permettra sans doute aux courtiers indépendants, initialement du moins, d'accentuer la pression sur leurs concurrents intégrés. Ce changement incitera les représentants des sociétés indépendantes à étudier le marché des produits en tenant compte du prix et du rendement, ce qui pourrait donner lieu à des recommandations mieux adaptées et à de meilleurs résultats pour les clients. Les représentants disposeront probablement de plus d'outils qui leur permettront de servir un plus large éventail de clients¹³¹. Il se peut que,

¹³⁰ Gail Bebee, « Choosing a discount broker », *Morningstar Canada*, 15 avril 2014.

¹³¹ Certaines sociétés de conseils en ligne établies permettent maintenant aux conseillers financiers d'utiliser leurs plateformes pour mieux servir les petits investisseurs individuels et réduire le fardeau administratif que peuvent représenter les comptes de moindre envergure. Voir, par exemple, Tessi Sanci, « Wealhsimple for Advisors ready for launch », *Investment Executive*, 11 mai 2016, (<http://www.investmentexecutive.com/-/wealhsimple-for-advisors-readies-for-launch>), et le site Web de Wealhsimple (<https://www.wealhsimple.com/advisors>).

comme c'est le cas des gestionnaires de fonds d'investissement indépendants, ces sociétés aient moins de possibilités d'interfinancement que les courtiers intégrés qui leur font concurrence.

Selon nous, les courtiers indépendants qui ne seront pas en mesure d'expliquer leur proposition de valeur pourraient avoir de la difficulté à conserver leurs actifs gérés. Dans une certaine mesure, cette tendance pourrait déjà avoir été amorcée par l'introduction du rapport annuel sur les frais et les autres formes de rémunération (la **deuxième phase du MRCC**), que les commissions intégrées soient abandonnées ou non. Les autres sociétés amélioreront leur interaction avec leurs clients, tout comme les options de services offertes.

En outre, il existe un risque que certains courtiers et représentants qui peuvent recommander d'autres produits que des valeurs mobilières fassent passer leurs intérêts en matière de rémunération avant les intérêts de leurs clients en transférant indûment les actifs de ces derniers dans des produits d'investissement autres que des valeurs mobilières avec honoraires intégrés¹³².

Toutes choses étant égales par ailleurs, il est prévu qu'après l'abandon des commissions intégrées, les courtiers compenseront la perte de ces commissions par des mécanismes de paiement direct. Il se peut que, en raison de l'abandon des commissions intégrées, les courtiers en épargne collective indépendants de petite et moyenne tailles soient désavantagés par rapport aux courtiers de plein exercice membres de l'OCRCVM parce que les premiers dépendent plus largement des commissions intégrées que ces derniers.

En septembre 2014, les commissions de suivi représentaient environ 27 % des honoraires et les commissions d'OPC représentaient 16 % des commissions annuelles des courtiers de plein exercice membres de l'OCRCVM¹³³. Nous reconnaissons que cette mesure entraînerait d'importants changements dans le modèle d'entreprise des courtiers indépendants de l'ACFM; s'il y est donné suite, la manière dont nous opérerions la transition serait la clé de son succès (comme il est exposé dans la partie 5 du présent document de consultation).

iii. Fournisseurs de services financiers intégrés

Nous analysons ci-dessous les répercussions éventuelles de l'abandon des commissions intégrées sur les courtiers et les gestionnaires de fonds d'investissement faisant partie d'un fournisseur de

¹³² Ces recommandations devraient toutefois remplir les exigences du régime applicable aux produits autres que les valeurs mobilières. Nous supposons que, si nous devions assister à une augmentation marquée de ce type de recommandations, les OAR et les autorités de réglementation de produits autres que les valeurs mobilières (y compris certains membres des ACVM) demeureraient vigilants et prendraient les mesures nécessaires en cas de non-conformité. Les autorités de réglementation de produits autres que les valeurs mobilières envisagent de plus en plus d'adopter des mesures de réglementation afin d'harmoniser leur approche avec celle des autorités de réglementation des valeurs mobilières en matière de produits similaires. Voir la partie 3. Aussi, depuis l'introduction du régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase du MRCC, nous surveillons l'apparition d'arbitrages réglementaires. Les données présentées dans la figure 5 ci-dessus au sujet des actifs et des taux de croissance des OPC par rapport aux autres fonds d'investissement ne témoignent pas de l'existence d'arbitrages réglementaires à l'heure actuelle. Cette constatation se vérifie également par les ventes nettes et les taux de vente de ces produits et par le nombre de conseillers détenant deux permis.

¹³³ Retail Brokerage and Distribution Advisory Service, Investor Economics, automne 2015.

services financiers intégré. Les répercussions présentées ci-dessus pourraient dans une certaine mesure s'appliquer aussi à eux.

En ce qui concerne les services de gestion d'actifs des fournisseurs de services financiers intégrés, nous prévoyons que les nouveaux venus sur le marché créeraient une pression sur les prix de la gestion d'actifs. Pour demeurer concurrentiels, les gestionnaires de fonds d'investissement intégrés auraient probablement à réduire leurs prix en la matière. Ils auraient sans doute aussi à réévaluer les prix de leurs produits et seraient encouragés à privilégier leurs fonds à faible coût gérés passivement. Il est important de noter que, comme ils ont accès à un réseau de courtiers en épargne collective de produits exclusifs reliés, ces sociétés ne subiraient pas, du moins initialement, la même pression quant aux prix et au rachat que les gestionnaires de fonds d'investissement indépendants concurrents.

En raison du rehaussement éventuel de l'obligation de connaissance du produit envisagé dans le Document de consultation 33-404 des ACVM, les représentants des courtiers intégrés ayant opté pour une liste de produits ouverte pourraient devoir étudier le marché pour leurs clients, y compris envisager le recours aux fonds non exclusifs, en tenant compte du prix et du rendement, ce qui pourrait se traduire par des recommandations mieux adaptées et de meilleurs résultats pour les clients.

Les courtiers intégrés ayant opté pour une liste de produits fermée, ainsi qu'il est mentionné ci-dessus, ne subiraient pas la même pression et pourraient encore, du moins initialement, exercer leurs activités tel qu'ils le font actuellement, même si, comme nous le précisons, le prix des produits exclusifs risque de baisser. De plus, nous prévoyons que l'abandon des commissions intégrées et la réforme éventuelle du régime de connaissance du produit exposée dans le Document de consultation 33-404 des ACVM ne renverseraient pas, mais plutôt accentueraient, la tendance des courtiers à conserver les ménages du marché intermédiaire et les ménages aisés dans le réseau de succursales¹³⁴ (au lieu de les diriger vers des plateformes à liste ouverte ou des divisions de gestion privée de patrimoine qui leur sont liées). Pour conserver leur part de marché, les sociétés intégrées auraient dans l'ensemble plus de possibilités, du moins initialement, d'interfinancer leurs diverses branches d'activité, liées ou non aux valeurs mobilières.

Il est raisonnable de présumer qu'au fil du temps, toutefois, même ces sociétés subiraient une pression sur les prix au sein de leur réseau de distribution à liste fermée, ce qui pourrait les inciter à adopter de nouvelles technologies, de nouvelles stratégies de prix et de nouvelles offres de service, et à moins recourir aux conseils classiques (ce que bon nombre font déjà). De plus, l'arrivée possible de modèles de conseillers en ligne hybrides à faible coût au Canada amplifierait la pression sur le modèle de distribution intégré de titres de fonds.

Après avoir examiné les répercussions globales et spécifiques potentielles de l'abandon des commissions intégrées sur le marché, voyons quelles solutions ce changement réglementaire pourrait apporter aux préoccupations que nous avons exposées.

¹³⁴ Au sujet de l'augmentation du « plafond » du patrimoine des clients dans le réseau de succursales, voir *Retail Brokerage Fall 2012 Quarterly Report*, Investor Economics, p. 10.

4. De quelle manière l'abandon des commissions intégrées peut-il répondre à certaines préoccupations des ACVM?

Élimination d'importants conflits d'intérêts inhérents

L'abandon des commissions intégrées éliminerait un important conflit d'intérêts inhérent qui, d'après des recherches, entraîne un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants, d'une part, et ceux des investisseurs, d'autre part. Notre analyse nous porte à croire que l'abandon des commissions intégrées inciterait les gestionnaires de fonds d'investissement à se concentrer davantage sur le rendement des fonds et les dissuaderait de faire des recommandations partiales motivées par la maximisation de la rémunération au détriment des intérêts des investisseurs. L'abandon des commissions intégrées éliminerait également l'incitation des représentants à proposer des stratégies de levier inappropriées (comme il est expliqué à l'annexe A). Il s'agit du moyen le plus transparent et le plus direct de régler ces conflits d'intérêts. En outre, si on la combine avec certaines notions abordées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM, la mise en œuvre de la discussion sur la rémunération entre le représentant et le client aura de meilleures chances de déboucher sur le mécanisme le mieux adapté à la situation de celui-ci.

L'abandon des commissions intégrées va dans le sens des propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM. En règle générale, les territoires qui ont rehaussé les normes et les obligations imposées aux conseillers en ont profité pour abandonner les commissions intégrées (comme il est expliqué à l'annexe C), reconnaissant que ces paiements sont parmi les principaux obstacles qui empêchent les conseillers d'agir dans l'intérêt de leurs clients. Les recherches semblent indiquer que les conflits liés à ces paiements sont très difficiles à gérer ou à atténuer, et que la seule façon d'y parvenir est de les éviter¹³⁵.

Solution au manque d'objectivité du courtier découlant de l'appartenance à un groupe

Dans une moindre mesure, l'abandon des commissions intégrées pourrait remédier à un certain manque d'objectivité de la part des courtiers membres d'un groupe, directement par l'entremise du réseau de l'OCRCVM où ils touchent des commissions de suivi et indirectement par l'entremise du réseau des courtiers en épargne collective où, même si les produits exclusifs sont privilégiés, les frais de gestion d'actifs devraient s'aligner sur le reste du marché pour être concurrentiels sur le plan du coût total. Nous sommes conscients du fait que l'abandon des commissions intégrées ne règle pas toutes les questions soulevées par l'appartenance des courtiers à un groupe. Toutefois, la mise en œuvre des propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 conjointement avec la présente proposition pourrait régler certains conflits concernant les mécanismes de rémunération interne des courtiers¹³⁶.

Réduction du nombre de séries d'OPC et de la complexité des frais qu'elles entraînent

Les frais de fonds d'investissement se sont complexifiés en raison de l'augmentation du nombre de séries offertes, qui sont chacune assorties de frais différents (surtout en raison des différences

¹³⁵ La partie 6 du présent document de consultation analyse aussi ces questions sous l'angle des raisons pour lesquelles les réformes existantes pourraient ne pas aller assez loin.

¹³⁶ Voir l'annexe A du Document de consultation 33-404 des ACVM.

dans la rémunération des courtiers). À notre avis, l'abandon des commissions intégrées devrait les simplifier grandement au Canada, faciliter la comparaison des coûts et des rendements des produits et réduire progressivement l'asymétrie de l'information pour tous les participants au marché (en particulier les investisseurs individuels)¹³⁷.

Accroissement de la transparence des coûts de la rémunération des courtiers

Nous considérons que l'abandon des commissions intégrées répondrait aux préoccupations concernant la connaissance des frais des fonds et de la rémunération des courtiers. Contrairement à la communication d'information, qui nécessite uniquement la transmission et non la compréhension, l'abandon des commissions intégrées oblige les représentants à avoir une discussion approfondie avec les clients et à obtenir leur consentement préalable pour pouvoir être rémunérés¹³⁸. La communication de renseignements généraux sur la rémunération, par exemple lorsqu'un nouveau produit est intégré au portefeuille (aperçu du fonds), ou de renseignements plus précis 12 mois après le début des services du représentant (deuxième phase du MRCC) est utile à de nombreux égards et importante, mais, d'après les recherches, elle n'est peut-être pas aussi efficace qu'un entretien et une entente préalables au sujet de la rémunération.

Meilleure concordance entre les frais payés par les investisseurs pour recevoir des conseils financiers et les services offerts aux clients par les courtiers et les représentants

L'abandon des commissions intégrées et leur remplacement par un entretien et une entente préalables concernant la rémunération répondent également aux préoccupations concernant les frais payés et, surtout, leur raison d'être. Comme nous l'avons constaté pour ce qui est des relations avec les clients fortunés, le passage à un modèle de rémunération directe pourrait permettre d'adapter plus aisément les services et les prix aux besoins des clients¹³⁹.

L'abandon des commissions intégrées inciterait les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants à bien communiquer leurs propositions de valeur et à mieux en faire la démonstration. Il donne également aux investisseurs indépendants la possibilité de renoncer aux conseils et d'éviter les frais qui s'y rattachent.

En outre, s'il n'y a plus de commissions intégrées, la discussion sur la rémunération entre le représentant et le client aura plus de chances de déboucher sur le mécanisme de rémunération qui est le mieux adapté à la situation de ce dernier. Le passage à des mécanismes de rémunération directe pourrait également aider les investisseurs à mieux contrôler les coûts de la rémunération des courtiers et les services reçus.

¹³⁷ Voir, par exemple, Dan Hallet, « Be wary of unmentioned fees in ads for F-Series funds », *The Globe and Mail*, 30 mai 2016.

¹³⁸ L'investisseur a sans doute un plus grand pouvoir de négociation au début de sa relation avec le conseiller que 12 mois plus tard, c'est-à-dire au moment où il reçoit de l'information sur les coûts et pourrait devoir payer des frais pour apporter un changement.

¹³⁹ Il est régulièrement recommandé aux conseillers qui passent à la rémunération à honoraires ou à d'autres mécanismes de rémunération directe de s'assurer qu'ils comprennent leur proposition de valeur et sont en mesure de la communiquer à leurs clients avant de faire le changement. Voir, par exemple, Ahmad Hathout, « Transition to fees requires support », *Investment Executive*, juin 2016.

Facilitation de l'émergence de nouveaux fournisseurs de fonds à faible coût

L'abandon des commissions intégrées pourrait favoriser l'émergence de nouveaux fournisseurs de fonds à faible coût offrant, sur le marché, une gamme de fonds gérés passivement ou activement. Il est probable que ces nouveaux venus offriront aux investisseurs individuels, quel que soit leur patrimoine, les mêmes services que ceux qu'ils offrent déjà dans d'autres territoires.

Accentuation de la concurrence sur les prix et réduction des frais de gestion des fonds

Il a été amplement démontré que les fournisseurs à faible coût exercent sur les marchés qu'ils pénètrent une pression concurrentielle importante qui fait baisser graduellement les frais de gestion des fonds existants¹⁴⁰. Nous prévoyons que leur venue favorisera la création et la distribution de fonds à faible coût. Nous pourrions observer un changement d'orientation des recommandations au profit des produits à faible coût gérés passivement, et une nouvelle répartition des capitaux entre les gestionnaires de fonds d'investissement actifs qui auront en définitive un effet bénéfique sur les résultats obtenus par l'investisseur.

Questions

Nous invitons instamment les intervenants à fournir dans la mesure du possible des données à l'appui de leurs réponses.

Recherche de solutions

12. Compte tenu des données et des éléments probants fournis dans la présente partie, la proposition d'abandonner les commissions intégrées répondrait-elle aux trois principaux enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché traités dans la partie 2?
13. Pour répondre à ces préoccupations, les ACVM pourraient-elles prendre d'autres mesures que l'abandon des commissions intégrées, conjointement ou séparément?
14. Le passage à des mécanismes de rémunération directe risque-t-il d'entraîner d'autres conflits d'intérêts qui ne seraient pas encadrés par la réglementation actuelle des valeurs mobilières?

Changements dans l'expérience des investisseurs et les résultats qu'ils obtiennent

15. Selon vous, quel effet l'abandon des commissions intégrées aura-t-il sur l'expérience des investisseurs et les résultats qu'ils obtiennent? Plus particulièrement :
 - Les investisseurs recevront-ils des conseils et des services financiers qui concordent davantage avec les honoraires qu'ils paient?
 - Quel effet la proposition aura-t-elle sur le développement des conseils automatisés? Cet effet est-il susceptible d'être avantageux pour les investisseurs?
 - Y a-t-il des chances que les conseils discrétionnaires gagnent en popularité au Canada comme cela a été le cas dans les autres marchés qui ont délaissé les commissions

¹⁴⁰ Voir, par exemple, « Index we trust », *The Economist*, 11 juin 2016.

intégrées et, le cas échéant, ce changement serait-il positif ou négatif pour les investisseurs?

- Quel effet la proposition aura-t-elle sur la croissance du réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants et le coût des fonds offerts dans ce réseau? Cet effet est-il susceptible d'être avantageux pour les investisseurs?
- Quel effet la proposition aura-t-elle sur le coût et l'étendue des conseils fournis à des segments particuliers d'investisseurs?

16. Quels sont les types de mécanismes de paiement susceptibles de découler de cette proposition, si elle est adoptée? Plus particulièrement :

- Les mécanismes de paiement proposés par les courtiers différencieraient-ils selon le segment d'investisseurs? Dans l'affirmative, expliquez en quoi et pour quelles raisons.

17. Pensez-vous que la proposition entraînerait une carence en matière de conseils? Plus particulièrement :

- Quels segments du marché risquent d'être touchés? Prière de considérer la segmentation en fonction du patrimoine, de facteurs géographiques (taille et emplacement de l'agglomération, par exemple, éloignée, petite, moyenne ou grande), de l'âge, des connaissances technologiques, du nombre de titres de fonds que détiennent les ménages, etc.
- Souscrivez-vous à notre définition de « carence en matière de conseils »?
- Devrions-nous faire une différence entre la carence en matière de conseils « en personne » et la carence en matière de conseils en général?
- Quels types de conseils ou de services actuellement offerts seraient le plus touchés par la proposition?
- Y a-t-il des interactions potentielles entre la présente proposition, les réformes en cours telles que la deuxième phase du MRCC et d'autres réformes éventuelles comme celles énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM qui pourraient avoir un effet sur l'importance d'une possible carence en matière de conseils?
- Comment pourrions-nous atténuer une éventuelle carence en matière de conseils, de conseils en personne ou de services financiers?
- Pensez-vous que les conseils en ligne pourraient atténuer une carence en matière de conseils? Dans l'affirmative, expliquez de quelle manière.
- Pensez-vous que le fait que les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur détiennent une part importante du marché de la distribution des titres de fonds au Canada influera sur la probabilité qu'apparaisse une carence en matière de conseils ou sur l'importance de celle-ci?

Évolution du secteur indépendamment de la décision des autorités de réglementation d'abandonner les commissions intégrées

18. Étant donné les changements que nous avons constatés dans le secteur ces dernières années (réduction des frais, introduction de séries de fonds pour les investisseurs indépendants, simplification des séries de fonds, réductions automatiques des frais, facilitation de l'accès aux options de souscription à honoraires, etc.), quelle est la

probabilité que le secteur des fonds d'investissement délaisse les commissions intégrées en l'absence de mesures réglementaires? Plus particulièrement :

- Le secteur continuera-t-il à délaisser les commissions intégrées si les ACVM ne donnent pas suite à la proposition? Plus particulièrement :

19. La figure 8 illustre-t-elle fidèlement les options de souscription offertes aux investisseurs selon le réseau, la taille du compte ou le type de société?

- Selon vous, les options de paiement et les modèles d'entreprise évoluent-ils en ce moment?
- De quelle manière évolueraient-ils au fil du temps si les ACVM décidaient de ne pas mettre en œuvre la proposition?

20. Nous constatons que la distribution de séries à honoraires demeure relativement limitée au Canada par rapport à d'autres marchés. Existe-t-il des obstacles propres au Canada (sur le plan structurel, opérationnel ou réglementaire, ou du point de vue de la demande des investisseurs, par exemple) qui limitent l'utilisation de ces séries par les courtiers?

Répercussions potentielles sur la concurrence et la structure du marché

21. Veuillez décrire les répercussions de l'abandon des commissions intégrées sur la concurrence et la structure du marché, et indiquer si vous acquiescez ou non à l'analyse présentée à la partie 4. Plus particulièrement :

- Pensez-vous que la proposition aura des répercussions sur le niveau de regroupement ou d'intégration au sein du secteur? Qu'en est-il de la concentration des actifs des investisseurs du marché de masse placés dans des produits gérés par des courtiers appartenant à des institutions de dépôt?
- Quelles répercussions d'éventuels regroupements pourraient-ils avoir sur les résultats obtenus par l'investisseur et l'efficacité du marché?
- Selon vous, quelles occasions la mise en œuvre de la proposition offrirait-elle et quels défis poserait-elle aux divers groupes de parties prenantes du secteur?
 - les courtiers indépendants;
 - les sociétés de fonds indépendantes;
 - les fournisseurs de services financiers intégrés;
 - les courtiers en épargne collective;
 - les courtiers membres de l'OCRCVM;
 - les courtiers en ligne et les courtiers exécutants.
- Quelle est la probabilité qu'apparaisse de l'arbitrage réglementaire sur les produits financiers similaires, tels que les fonds distincts et les produits d'institutions de dépôt, et quelle en serait l'ampleur?
- De quelle manière les courtiers en épargne collective et les agents d'assurance qui sont titulaires des deux permis seraient-ils touchés?
- La proposition favorisera-t-elle l'émergence de nouveaux fournisseurs à faible coût sur le marché? Pour quelles raisons et de quelle manière?
- L'interaction entre la présente proposition et les celles énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM vous incite-t-elle à changer vos réponses aux

- questions ci-dessus et, le cas échéant, de quelle manière?
- L'abandon des commissions intégrées aurait-il pour effet de réduire le nombre de séries de fonds et la complexité des frais comme nous le prévoyons?
 - Les fournisseurs de services financiers intégrés seraient-ils avantagés du fait qu'ils peuvent faire de la vente croisée et de l'interfinancement entre leurs secteurs d'activité? Dans l'affirmative, de quelle manière?
 - Quels effets le développement des conseils en ligne pourrait-il avoir sur la concurrence? Sont-ils susceptibles d'être importants et positifs?
22. Quelles répercussions la proposition aurait-elle sur les procédés administratifs des gestionnaires de fonds d'investissement ou des courtiers en épargne collective? Plus particulièrement :
- Quelles répercussions opérationnelles ou technologiques particulières devrions-nous prendre en compte?
23. À l'heure actuelle, le paiement des commissions intégrées oblige le courtier et le gestionnaire de fonds d'investissement à mettre en œuvre des mécanismes de contrôle et de surveillance (auxquels se rattachent des coûts de conformité) pour atténuer les conflits d'intérêts inhérents.
- Le passage à des mécanismes de rémunération directe rendrait-il inutiles certains de ces mécanismes?
 - Dans quelle mesure, le cas échéant, le recours aux mécanismes de rémunération directe par les représentants actuellement (par exemple, lorsqu'un représentant fournit des services selon un mécanisme de rémunération à honoraires) rend-il inutiles certains de ces mécanismes de contrôle et de surveillance?
24. Les commissions intégrées, en particulier les commissions de suivi, procurent une source de revenus stable aux courtiers et aux représentants. Si elles sont abandonnées, les mécanismes de rémunération directe compenseront-ils la perte de ces revenus?
25. Mis à part les barèmes de commissions et les salaires, à quels autres modes de rémunération des représentants les courtiers pourraient-ils avoir recours si nous abandonnions les commissions intégrées? De quelle manière ces méthodes sont-elles susceptibles d'évoluer au fil du temps?
26. Quelles répercussions la proposition aura-t-elle sur les représentants du secteur, en particulier sur ce qui suit?
- le cheminement de carrière;
 - l'attrait de la profession;
 - le profil type de la personne intéressée par la profession;
 - le recrutement;
 - l'attrait relatif d'une carrière dans des branches d'activité concurrentielles des services financiers.

PARTIE 5 – MESURES D'ATTÉNUATION

Les ACVM sont conscientes du fait qu'un passage aux mécanismes de rémunération directe représenterait un changement réglementaire appréciable qui serait long à mettre en œuvre et susceptible d'avoir des conséquences involontaires tant pour les investisseurs que pour les participants au secteur des fonds. Par conséquent, si nous décidons d'aller de l'avant avec un projet réglementaire sur l'abandon des commissions intégrées, nous viserions à y établir et à y inclure diverses mesures d'atténuation et des options de transition capables de réduire les répercussions défavorables d'un tel changement et de faciliter un passage réussi aux mécanismes de rémunération directe.

1. Mesures d'atténuation des conséquences potentielles involontaires

En réponse aux questions posées dans notre document de consultation initial, plusieurs parties prenantes du secteur des fonds ont affirmé que l'abandon des commissions intégrées pourrait avoir des conséquences involontaires pour les investisseurs individuels et le secteur des fonds¹⁴¹, notamment les suivantes :

- réduction de l'accès aux conseils pour les personnes moins aisées en raison de ce qui suit :
 - les changements profonds apportés aux modèles d'entreprise des courtiers;
 - la réticence des investisseurs à payer directement des services-conseils;
- réduction du choix de modes de paiement des conseils financiers offerts aux investisseurs;
- iniquité des règles du jeu entre produits concurrents, et possibilité d'arbitrage réglementaire.

a. Accès aux conseils

Les données examinées dans la partie 4 sur les Canadiens investissant dans des fonds et sur les institutions qui les servent à l'heure actuelle laissent penser que l'abandon des commissions intégrées ne devrait pas créer de carence importante en matière de conseils aux personnes moins aisées au Canada. Nous reconnaissons néanmoins qu'un tel changement pourrait *i)* avoir sur les modèles d'entreprise des courtiers des répercussions susceptibles de réduire l'éventail et l'abordabilité des conseils, et *ii)* modifier le comportement de certains investisseurs d'une manière susceptible de réduire leur recours aux conseils.

i. Répercussions sur les modèles d'entreprise des courtiers

Nous reconnaissons que l'adoption de mécanismes de rémunération directe changerait profondément les modèles d'entreprise actuels des courtiers. Ce changement pourrait avoir notamment les répercussions suivantes sur les courtiers :

¹⁴¹ Voir l'Avis 81-323 du personnel des ACVM, *Le point sur le Document de discussion et de consultation 81-407 des ACVM – Les frais des organismes de placement collectif*, publié le 17 décembre 2013, qui contient un résumé des principaux commentaires reçus en réponse au document de consultation initial.

- il se pourrait que les courtiers apportent des changements coûteux à leurs systèmes de technologie de l'information et à leurs processus opérationnels et de conformité, ce qui risquerait d'augmenter le coût de la prestation des services-conseils¹⁴²;
- le changement obligerait les courtiers et les représentants à informer leurs clients des modalités du mécanisme de rémunération directe et à obtenir leur consentement à ce mécanisme;
- les courtiers seraient obligés de percevoir leur rémunération directement auprès de leurs clients de manière individuelle plutôt que globale au moyen de commissions de suivi; cette modification exigerait l'établissement de nouveaux processus administratifs qui pourraient réduire les efficacités et augmenter les coûts;
- les revenus globaux pourraient diminuer en raison de la perte d'une certaine forme d'interfinancement provenant des investisseurs fortunés au profit des investisseurs moins aisés, ce qui pourrait hausser le coût de la prestation de services à ces derniers¹⁴³.

Nous reconnaissons que ces répercussions potentielles pourraient être amplifiées pour les petits courtiers indépendants. Certains courtiers pourraient être incapables, avec les mécanismes de rémunération directe, de combler adéquatement la perte de revenus découlant de l'abandon des commissions intégrées et les coûts associés à ce changement. Certains courtiers et leurs représentants pourraient décider de recentrer leurs activités sur les investisseurs fortunés ou encore demander pour les services-conseils des honoraires que certains investisseurs pourraient être incapables de payer, ce qui accentuerait le risque que certains investisseurs n'aient plus accès aux services-conseils.

Nous prévoyons que certaines de ces répercussions pourraient être dans une certaine mesure atténuées par des innovations technologiques, notamment diverses formes de conseils en ligne, que les courtiers et leurs représentants utiliseraient afin d'automatiser une partie de la prestation de conseils¹⁴⁴. L'intégration de cette technologie aux modèles d'entreprise des courtiers et de leurs représentants pourrait ajouter de nouvelles capacités et faire réaliser des gains d'efficacité susceptibles de rendre plus viable la prestation de services-conseils aux petits comptes.

Selon nous, ces répercussions pourraient également être atténuées jusqu'à un certain point par notre proposition, énoncée dans la partie 3, de permettre aux gestionnaires de fonds

¹⁴² Ces coûts s'ajouteraient à ceux déjà assumés par suite de la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription et de la deuxième phase du MRCC, ainsi qu'aux coûts liés à l'éventuelle mise en œuvre des propositions des ACVM énoncées dans le Document de consultation 33-404.

¹⁴³ Selon des parties prenantes du secteur, les personnes moins aisées qui investissent dans un fonds tirent avantage de la structure actuelle de commissions intégrées, car le coût de la prestation de conseils et de services à ces personnes est financé par les personnes aisées qui investissent dans le fonds et qui paient davantage en raison de la taille de leurs actifs gérés. Il est raisonnable de présumer que le recours obligatoire aux mécanismes de rémunération directe éliminerait cette mutualisation des commissions payées par les personnes aisées et les moins aisées, ce qui pousserait à la hausse le prix des services offerts à ces dernières.

¹⁴⁴ Certaines sociétés canadiennes offrent actuellement des services-conseils en ligne à l'usage des conseillers. Voir la note 131.

d'investissement de faciliter le paiement de la rémunération des courtiers par les investisseurs en prélevant les paiements sur l'investissement fait dans un fonds (par exemple, au moyen de déductions sur le montant de la souscription ou encore sur les retraits ou les rachats périodiques dans le compte de l'investisseur) et en remettant ces sommes au courtier pour le compte de l'investisseur¹⁴⁵.

ii. Répercussions sur le recours aux conseils par les investisseurs

Nous savons qu'un certain nombre de facteurs, notamment comportementaux, peuvent influencer sur la décision des investisseurs de recourir ou non aux conseils financiers¹⁴⁶. Par exemple, l'obligation pour les investisseurs, dans le cadre des mécanismes de rémunération directe, de payer directement les services-conseils que leur prodigue leur représentant pourrait en inciter certains à moins recourir aux conseils. En particulier, certains investisseurs pourraient juger la rémunération directe moins pratique que les commissions intégrées qui ont cours actuellement, ce qui pourrait les dissuader de demander des services-conseils.

Par ailleurs, il nous apparaît que le niveau variable de littératie financière des investisseurs individuels et l'absence de référence sur ce qui constitue des honoraires raisonnables pour des services-conseils peuvent diminuer la capacité des investisseurs à évaluer la valeur de tels services ou à négocier des honoraires équitables dans le cadre de mécanismes de rémunération directe.

Pour éviter que certains investisseurs renoncent à recourir aux conseils financiers parce qu'ils devraient verser une commission initiale en contrepartie des services de leur représentant, nous proposerions, comme il est exposé dans la partie 3, de permettre aux investisseurs de payer la rémunération de leur représentant au moyen de déductions sur le montant de leur souscription ou de rachats sur leurs actifs dans le fonds d'investissement, que le gestionnaire de fonds d'investissement effectuerait et remettrait au courtier pour le compte des investisseurs¹⁴⁷.

Au Canada, le recours assez fréquent des investisseurs à l'option de souscription avec frais d'acquisition – selon laquelle ils peuvent payer une commission directe au moment de la

¹⁴⁵ Nous sommes conscients que tous les gestionnaires de fonds d'investissement n'ont pas la capacité d'offrir ce service aux courtiers. Certains pourraient devoir établir de nouveaux systèmes et processus pour offrir cette option, et ainsi engager des frais additionnels.

¹⁴⁶ Dans leur document de consultation intitulé *Financial Advice Market Review: Call for input* (octobre 2015), <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/famr-cfi.pdf>, la Financial Conduct Authority et le HM Treasury ont déterminé les huit facteurs qui empêchent les gens de demander des conseils financiers : 1) le prix des conseils; 2) le manque de confiance des investisseurs envers les sociétés de conseils financiers; 3) le manque de connaissances des investisseurs concernant leurs besoins en matière de conseils financiers et la manière de les obtenir; 4) l'excès de confiance des investisseurs, qui estiment ne pas avoir besoin d'aide pour prendre des décisions financières; 5) l'accès des investisseurs à des conseils en personne; 6) le manque d'intérêt – les investisseurs qui ne s'intéressent pas aux services financiers sont peu susceptibles de demander des conseils financiers; 7) le manque de compétences quant à l'utilisation des nouveaux canaux de communication, comme Internet, et 8) l'absence de besoin de conseils financiers.

¹⁴⁷ Nous reconnaissons que des rachats périodiques peuvent entraîner des conséquences fiscales (à savoir, des gains ou des pertes en capital) pour certains investisseurs. Avant d'y consentir, les investisseurs doivent comprendre les conséquences fiscales potentielles de ce mode de paiement.

souscription et une commission de suivi intégrée par la suite – est un autre facteur qui pourrait atténuer le risque que les investisseurs refusent de payer une commission initiale pour conseils. Comme il est exposé dans la partie 4, à la fin de 2015, les actifs détenus selon l'option de souscription avec frais d'acquisition représentaient 24 % du marché (298 milliards de dollars), en hausse de 93 % au cours des cinq dernières années. Les personnes qui investissent dans des fonds selon cette option peuvent être plus sensibilisées aux commissions initiales pour conseils et, par conséquent, moins touchées par un passage aux mécanismes de rémunération directe.

S'agissant de la question du faible niveau de littératie financière susceptible de nuire à la capacité des investisseurs d'évaluer la valeur des services-conseils ou de négocier des honoraires équitables pour de tels services, les ACVM entendent poursuivre les projets de littératie des investisseurs afin d'augmenter les connaissances de ces derniers en matière de frais d'investissement et de leur donner les moyens de négocier avec plus d'assurance les honoraires de leur représentant. Nous prévoyons également que la réforme du régime d'information au moment de la souscription et la deuxième phase du MRCC mises en œuvre récemment (exposées en détail dans la partie 6) amélioreront les connaissances et la compréhension des investisseurs à l'égard des coûts des fonds et de la rémunération des courtiers en prévision d'un éventuel projet réglementaire visant l'abandon des commissions intégrées. Ces connaissances et cette compréhension augmentées devraient ensuite fournir aux investisseurs un point de référence à partir duquel ils pourront jauger les honoraires de consultation dans le cadre des mécanismes de rémunération directe.

Toutefois, des participants au secteur avancent que l'adoption de mécanismes de rémunération directe réduirait la transparence des coûts de la rémunération des courtiers, car les investisseurs n'auraient aucun point de référence pour les aider à évaluer si les honoraires versés pour des conseils sont raisonnables. Comme il est exposé à l'Annexe B, les ACVM ont examiné la possibilité d'apporter certaines améliorations à l'information sur les coûts, comme fournir certaines données comparatives sur les coûts des produits et des conseils. Ayant constaté que cette option présentait certains inconvénients, nous avons décidé de ne pas y donner suite pour le moment. Si nous décidons de procéder à l'abandon des commissions intégrées, nous étudierons plus à fond le problème potentiel de la diminution de la transparence des coûts.

b. Choix pour les investisseurs

Plusieurs parties prenantes du secteur des fonds font valoir que l'abandon des commissions intégrées éliminera la possibilité, pour les investisseurs, de choisir¹⁴⁸ le mécanisme de paiement qu'ils préfèrent et qui leur convient le mieux, en plus de forcer tous les investisseurs à se soumettre à des mécanismes de rémunération à honoraires les obligeant à verser des honoraires correspondant à un pourcentage de leurs actifs gérés.

¹⁴⁸ De nombreuses parties prenantes du secteur des fonds soutiennent que, à l'heure actuelle, les investisseurs peuvent choisir des mécanismes de rémunération à honoraires en investissant dans des séries de fonds à honoraires (par exemple, les séries F). Dans les parties 2 et 4 et l'Annexe A du présent document de consultation, nous avançons que les séries à honoraires peuvent ne pas représenter une véritable option pour tous les segments d'investisseurs, car les courtiers offrant des mécanismes de rémunération à honoraires exigent habituellement un investissement minimal de 250 000 \$ pour ouvrir un compte.

Nous reconnaissons que les mécanismes de rémunération à honoraires peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs dans toutes les circonstances. Par conséquent, comme il est exposé dans la partie 3, nous nous attendons à ce que, par suite de l'abandon des commissions intégrées, les courtiers et les représentants offrent à leurs clients un mécanisme de rémunération correspondant à leurs besoins et objectifs en matière d'investissement ainsi que le niveau de service désiré. Il pourrait s'agir, entre autres, de commissions sur les opérations, d'honoraires horaires, d'honoraires fixes ou d'un mécanisme de rémunération à honoraires. Nous nous attendrions à ce que les représentants fournissent à leurs clients des renseignements complets sur les types de comptes offerts et sur les différences entre ceux-ci, tant à l'égard des services fournis que des coûts. Nous prévoyons que, par suite de l'abandon des commissions intégrées, les investisseurs disposeront de plus, et non pas de moins, de choix quant au mode de paiement des services-conseils.

c. Iniquité des règles du jeu et arbitrage réglementaire

Plusieurs parties prenantes du secteur des fonds affirment qu'obliger les OPC à délaissier les commissions intégrées créerait des règles du jeu inéquitables entre les OPC et les produits financiers concurrents comportant des commissions intégrées, notamment les produits d'investissement bancaires et d'assurance. Comme il est précisé dans la partie 3, nous nous attendons à ce que tout projet réglementaire entraîne l'abandon des commissions intégrées pour tous les types de fonds d'investissement et de produits similaires assujettis à la réglementation des valeurs mobilières. Le projet réglementaire viserait non seulement les OPC classiques, mais également les FNB, les fonds d'investissement à capital fixe et les billets structurés, qu'ils soient distribués au moyen d'un prospectus ou sous le régime d'une dispense de prospectus. Par conséquent, le projet garantirait des règles du jeu équitables entre les fonds d'investissement et les produits assimilables aux fonds d'investissement réglementés par les ACVM.

Nous reconnaissons que, à l'instar du CCRRA, comme il est indiqué dans la partie 3, il y a risque d'arbitrage réglementaire à l'égard des produits bancaires et d'assurance. Le CCRRA examine actuellement les lacunes potentielles du cadre réglementaire des fonds distincts et évalue le risque que les agents d'assurance cumulant des permis s'adonnent à l'arbitrage réglementaire. Il a aussi indiqué son intention d'agir de façon proactive afin de modifier la réglementation, au besoin, pour contrer ce risque. Les ACVM entendent continuer à discuter avec d'autres autorités de réglementation du risque que les courtiers et les représentants fassent passer leurs intérêts en matière de rémunération avant les intérêts de leurs clients en transférant indûment les actifs de ces derniers dans d'autres produits d'investissement avec honoraires intégrés.

Questions

27. Les mesures d'atténuation que nous avons exposées sont-elles réalisables? Quel serait leur degré d'efficacité pour garantir :

- l'accès des investisseurs aux conseils;
- un choix de mécanismes de rémunération pour tous les segments d'investisseurs;
- des règles du jeu équitables entre les produits d'investissement concurrents?

28. Quelles autres mesures les ACVM devraient-elles envisager en vue d'atténuer les conséquences involontaires susmentionnées?

29. Outre les répercussions potentielles relevées dans la partie 4, quelles autres conséquences involontaires potentielles, notamment opérationnelles et fiscales, les parties prenantes et les investisseurs du secteur des fonds pourraient-ils subir à la suite de l'abandon des commissions intégrées? Plus particulièrement :
- a. Le paiement de la rémunération du courtier dans le cadre des mécanismes de rémunération directe entraînerait-il des répercussions fiscales défavorables pour les investisseurs? Plus particulièrement, le versement, par les investisseurs, de la rémunération du courtier au moyen de rachats périodiques de titres de fonds effectués par le gestionnaire de fonds d'investissement entraînerait-il des conséquences fiscales? Veuillez fournir des explications.
 - b. Si le passage aux mécanismes de rémunération directe mène à la rationalisation des séries de fonds, cette rationalisation pourrait-elle avoir des conséquences fiscales défavorables pour les investisseurs?
 - c. Quelles mesures réglementaires ou autres, s'il y a lieu, pourraient contribuer à atténuer les répercussions opérationnelles et fiscales potentielles?
30. En ce qui a trait à la perte d'une forme d'interfinancement provenant des investisseurs fortunés au profit des investisseurs moins aisés dans le même fonds à la suite du passage aux mécanismes de rémunération directe :
- a. dans quelle mesure (en la quantifiant, si possible) cette perte augmenterait-elle le coût de la prestation de conseils et de services aux investisseurs moins aisés dans le cadre des mécanismes de rémunération directe?
 - b. l'existence de cette forme d'interfinancement indique-t-elle que les investisseurs fortunés paieraient indirectement des honoraires qui ne correspondent pas aux services qu'ils reçoivent (autrement dit, les honoraires qu'ils versent excèdent-ils le coût réel des services et des conseils qu'ils reçoivent)?
 - c. quelles mesures pourraient atténuer les effets potentiels de la perte de l'interfinancement sur les courtiers, les représentants et les investisseurs?
31. Quelles mesures les participants au secteur des fonds pourraient-ils adopter de façon proactive pour atténuer les conséquences involontaires pouvant découler de l'abandon des commissions intégrées?

2. Options de transition

Nous sommes conscients du fait qu'un passage aux mécanismes de rémunération directe obligerait les participants au secteur des fonds à adopter de nouveaux modèles d'entreprise qui supposent l'utilisation de nouveaux systèmes et l'établissement de nouveaux processus qui seraient longs à élaborer et à mettre en œuvre. Nous savons également que ce changement aurait des conséquences importantes pour les investisseurs et qu'il serait essentiel, pour les participants au secteur des fonds, y compris les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants, de bien gérer l'expérience de leurs clients au cours de la transition.

Par conséquent, avant de décider de donner suite ou non à un projet réglementaire sur l'abandon des commissions intégrées, nous souhaitons trouver des options de transition afin d'en atténuer les éventuelles répercussions défavorables sur les activités et les clients pendant la transition.

Compte tenu de ce qui précède, nous envisageons actuellement certaines mesures pouvant contribuer à une transition réussie tout en atténuant les répercussions défavorables qui en découleraient. Avant de décider de l'option de transition qui serait mise en œuvre, nous voulons comprendre parfaitement les répercussions possibles de chaque option et les examiner attentivement.

Le texte qui suit présente brièvement certaines options de transition que nous pourrions envisager. Nous souhaitons recueillir votre avis à leur sujet et sur toute autre option possible.

Option 1 : Passage aux mécanismes de rémunération directe dans un délai de transition déterminé

Une option possible serait d'abandonner tous les paiements de commission intégrée au plus tard à une date déterminée (la **date de transition**) suivant la date d'entrée en vigueur de la version définitive du règlement mettant en œuvre la transition (la **date d'entrée en vigueur**). Ces paiements comprendraient les commissions de suivi ainsi que les autres commissions de gestion continues payées au courtier par le fonds d'investissement, le gestionnaire de fonds d'investissement ou l'émetteur de billets structurés, et les paiements de transfert internes versés par des membres du fournisseur de services financiers intégré dont fait partie le courtier et qui sont directement liés à la souscription ou à la conservation continue, par l'investisseur, de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés. La distribution de titres de fonds d'investissement selon l'option de souscription avec frais d'acquisition reportés prendrait également fin à la date de transition.

Selon cette option, les calendriers de rachat établis sous l'option de souscription avec frais d'acquisition reportés (y compris ceux qui ont été convenus avant la date d'entrée en vigueur) pourraient soit être maintenus après la date de transition jusqu'à ce que tous les rachats aient été effectués comme prévu (c'est-à-dire que les frais de rachat continueraient d'être facturés jusqu'à l'expiration normale du calendrier), soit prendre fin en même temps que tous les autres paiements à la date de transition.

À notre avis, pour mener à bien un passage aux mécanismes de rémunération directe, les courtiers auraient besoin de suffisamment de temps pour concevoir et mettre en œuvre ces mécanismes, et les représentants auraient à expliquer à leurs clients les changements à venir et leurs répercussions.

Les gestionnaires de fonds d'investissement et les émetteurs de billets structurés devraient également disposer de suffisamment de temps pour modifier les secteurs de leurs activités touchés par le changement. Par exemple, nous nous attendons à ce que, par suite du passage aux mécanismes de rémunération directe, les émetteurs réduisent le nombre d'options de souscription ou de séries offertes pour leurs produits de fonds d'investissement. Les documents d'information devront également être révisés pour tenir compte des changements pouvant découler de la transition (par exemple, des honoraires qui pourraient s'appliquer après la période de transition ou de la modification du nombre d'options de souscription et de séries).

Les gestionnaires de fonds d'investissement, les émetteurs de billets structurés, les courtiers et les représentants auraient également besoin de temps pour apporter les modifications aux systèmes, au cadre de conformité, aux procédures et aux processus qui sont nécessaires à la mise en œuvre du passage éventuel aux mécanismes de rémunération directe. De même, les émetteurs et les courtiers devront disposer du temps requis pour se coordonner et collaborer en vue de bien gérer les répercussions du changement sur les clients (par exemple, transférer les actifs d'un client d'une série de fonds à une autre si certaines séries ne sont plus offertes).

Compte tenu des mesures que les gestionnaires de fonds d'investissement, les émetteurs de billets structurés, les courtiers et les représentants devront censément prendre, nous sommes conscients qu'il est impératif d'accorder suffisamment de temps à toutes les parties touchées pour réussir la transition. À cet égard, nous estimons qu'une période de transition de 36 mois après la date d'entrée en vigueur suffirait à réaliser toutes les étapes de la transition. Nous sommes ouverts à la proposition d'autres périodes de transition et invitons les parties prenantes à commenter ce point.

Option 2 : Passage aux mécanismes de rémunération directe par compte

Une autre option serait de passer aux mécanismes de rémunération directe par étapes, en transférant progressivement, sur plusieurs périodes, l'ensemble des comptes des courtiers. Selon cette option, les courtiers auraient à transférer un certain pourcentage de comptes au plus tard à une date déterminée, un autre pourcentage à une date ultérieure, et ainsi de suite jusqu'au transfert de tous les comptes.

Comme pour l'option 1, les calendriers de rachat établis sous des options de souscription avec frais d'acquisition reportés et avec frais d'acquisition réduits (y compris ceux qui ont été convenus avant la date d'entrée en vigueur) pourraient soit être maintenus jusqu'à ce que tous les rachats aient été effectués comme prévu (c'est-à-dire que les frais de rachat continueraient d'être facturés jusqu'à l'expiration normale du calendrier de rachats), soit prendre fin en même temps que tous les autres paiements à la date de transition. Également, comme sous l'option 1, nous prévoyons qu'une période de transition de 36 mois après la date d'entrée en vigueur accorderait suffisamment de temps pour transférer tous les comptes, mais nous sommes ouverts à la proposition d'autres périodes de transition et invitons les parties prenantes à commenter ce point.

Nous reconnaissons qu'un passage par étapes aux mécanismes de rémunération directe comporte certaines contraintes logistiques et pratiques. Par exemple, il pourrait être difficile de coordonner la communication de renseignements personnalisés à des moments différents sur les produits d'investissement. Il pourrait également être difficile pour les émetteurs de diminuer le nombre de leurs séries et de leurs options de souscription. Nous souhaitons donc obtenir vos commentaires sur cette option.

Questions

32. Pour chacune des options de transition, veuillez indiquer les changements opérationnels ou structurels que votre entreprise (gestionnaire de fonds d'investissement ou courtier) pourrait devoir apporter à ses systèmes et processus, ainsi que les conséquences financières qui en découleraient. Dans la mesure du possible, veuillez fournir des données sur les coûts estimatifs.

- Existe-il des coûts ou des difficultés propres à des domaines d'activité en particulier?
- Quelle serait la période de transition appropriée?
- Les calendriers de rachat établis sous les options de souscription avec frais d'acquisition reportés et avec frais d'acquisition réduits devraient-ils être maintenus jusqu'à la réalisation prévue des rachats ou prendre fin à la date de transition?

33. Quelle option de transition préférez-vous? Pourquoi? Devrions-nous examiner d'autres options?

34. Comme il est exposé dans l'Annexe B, les ACVM n'ont pas retenu l'option du plafonnement des commissions intégrées, soit comme solution autonome aux enjeux principaux exposés dans la partie 2, soit comme mesure provisoire en vue de l'abandon des commissions intégrées. Les ACVM devraient-elles poursuivre leur réflexion sur un plafonnement des commissions à titre de mesure transitoire? Pourquoi?

PARTIE 6 – INTERVENTIONS ET OUTILS RÉGLEMENTAIRES EXISTANTS CONNEXES

Dans la présente partie, nous examinons la mesure dans laquelle les interventions des ACVM et les outils réglementaires existants connexes peuvent contribuer à régler les enjeux d'efficience du marché et de protection des investisseurs soulevés dans la partie 2. Voici les interventions et les outils abordés :

1. l'introduction et le rehaussement des obligations d'information en vertu du régime d'information au moment de la souscription et du Modèle de relation client-conseiller (le **MRCC**);
2. les examens de la conformité;
3. les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM.

1. Analyse du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC

Aperçu des réformes du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC

Au cours des dernières années, grâce aux réformes mises en œuvre dans le cadre du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC, les ACVM ont rehaussé l'information sur les frais des fonds et la rémunération des courtiers fournie aux investisseurs au moment de la souscription, au moment de l'ouverture d'un compte et dans les rapports sur le rendement du compte. Ces réformes ont pour objectif d'améliorer la connaissance et la compréhension qu'ont les investisseurs des frais initiaux et des frais continus associés à leur placement, y compris la rémunération de leur courtier, afin qu'ils soient plus à même de faire ce qui suit :

- prendre une décision d'investissement plus éclairée au moment de la souscription;
- évaluer le coût des services reçus de leur courtier et de leur représentant dans le cadre de la relation client-personne inscrite.

Le rehaussement des obligations d'information relatives aux frais en vertu du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC est résumé ci-après.

i. Régime d'information au moment de la souscription

En vertu des réformes mises en œuvre dans le cadre du régime d'information au moment de la souscription, l'aperçu du fonds de quatre pages a, en date du 13 juin 2014, remplacé le prospectus simplifié comme document que les courtiers doivent transmettre aux investisseurs relativement à une opération sur les titres d'un OPC classique. Depuis le 30 mai 2016, l'aperçu du fonds doit être transmis à l'investisseur avant l'opération, c'est-à-dire avant que le courtier accepte une instruction de souscription de titres de la part de l'investisseur.

L'aperçu du fonds a pour objet d'améliorer la transparence des frais en fournissant de l'information sommaire sur les coûts liés à la souscription, à la conservation et à la vente de titres d'OPC classique. Les coûts présentés dans l'aperçu du fonds comprennent les suivants :

- les frais d'acquisition que l'investisseur peut devoir payer au moment de la souscription et tous les frais reportés qu'il devra payer si les titres sont rachetés au cours d'une période donnée suivant la souscription, exprimés en pourcentage et en dollars en fonction d'un placement de 1 000 \$;
- les commissions, exprimées en pourcentage, que le gestionnaire de fonds d'investissement verse au courtier pour les acquisitions effectuées selon l'option avec frais d'acquisition reportés;
- la fourchette des commissions de suivi versées par le gestionnaire de fonds d'investissement au courtier pour chaque option de souscription, exprimées en pourcentage et en dollars en fonction d'un placement de 1 000 \$;
- le ratio des frais de gestion, le ratio des frais d'opérations et les frais du fonds, exprimés en pourcentage; les frais du fonds sont également exprimés en dollars en fonction d'un placement de 1 000 \$.

Afin de sensibiliser les investisseurs aux conflits d'intérêts découlant de la rémunération intégrée, notamment des commissions de suivi, l'information à fournir sur les coûts doit être précédée de la mention suivante : « Des commissions élevées peuvent inciter les représentants à recommander un placement plutôt qu'un autre. ». L'information fournie doit également comprendre une description générale de ce à quoi sert la commission de suivi.

Bien qu'à l'heure actuelle l'aperçu du fonds ne s'applique qu'aux titres d'OPC classiques, les ACVM, au moment de la publication du présent document de consultation, auront publié les modifications réglementaires définitives introduisant un sommaire similaire pour les fonds négociés en bourse, appelé « aperçu du FNB ».

ii. MRCC

Mises en œuvre par phases au cours des dernières années, les réformes du MRCC ont introduit de nouvelles obligations relatives à certains aspects de la relation client-personne inscrite. Au cours de la première phase du MRCC, les ACVM ont imposé aux personnes inscrites

l'obligation de fournir aux clients de l'information sur la relation au moment de l'ouverture du compte (notamment une explication des types de produits et de services offerts par la personne inscrite) ainsi que des obligations en matière de conflits d'intérêts. Pendant la deuxième phase du MRCC, de nouvelles obligations ont été imposées relativement à l'information à fournir sur le rendement de l'investissement au niveau du compte de même que sur les commissions et les autres sommes versées aux courtiers. L'objectif de la deuxième phase consistait en particulier à mieux informer les investisseurs des OPC des commissions de suivi versées aux courtiers. Il ne s'agissait pas alors de régler la question des coûts des produits. En général, les réformes mises en œuvre dans le cadre du MRCC s'appliquent à tous les types de titres détenus par un client.

Depuis l'introduction des réformes du MRCC, les clients reçoivent à l'ouverture de leur compte de l'information plus étendue sur les frais, y compris les frais liés aux opérations, qu'ils pourraient devoir payer relativement à leur placement. Dans le cas d'un investissement dans des titres d'OPC, l'information présentée devrait comprendre ce qui suit :

- les frais de gestion payés par le fonds;
- les options avec frais d'acquisition initiaux et avec frais d'acquisition reportés offertes au client (accompagnées d'une explication du fonctionnement de ces frais);
- les commissions de suivi ou les autres commissions intégrées payées relativement au placement.

À la suite d'une opération, les clients reçoivent un avis d'exécution qui indique les frais d'opérations, les frais d'acquisition reportés ou les autres frais applicables à l'opération, ainsi que le montant total de ces frais. Par la suite, le rapport annuel sur les frais et les autres formes de rémunération présente un sommaire de tous les frais engagés par le client et de toute la rémunération reçue par le courtier relativement à chacun des comptes qu'il tient pour le client, notamment :

- le montant total de chaque type de frais liés aux opérations d'achat ou de vente de titres que le client a payés au cours de la période visée par le rapport ainsi que le total de ces frais;
- le montant total de chaque type de paiement, à l'exception des commissions de suivi, versé au courtier ou à ses représentants par un émetteur de titres ou une autre personne inscrite (par exemple, un gestionnaire de fonds d'investissement) relativement aux services nécessitant l'inscription fournis au client – ce montant tient compte des commissions initiales que les gestionnaires de fonds d'investissement versent aux courtiers pour les opérations effectuées selon l'option avec frais d'acquisition reportés;
- le montant total de la commission de suivi reçue par le courtier sur les titres détenus dans le compte du client, accompagné d'un avis informant le client que le gestionnaire de fonds d'investissement verse une commission de suivi dont le montant varie selon l'option de souscription choisie et que cette commission a des conséquences pour le client parce qu'elle réduit le rendement du fonds.

Le rapport annuel sur le rendement des placements fourni au client relativement à chacun de ses comptes chez le courtier comprend l'information suivante, qui permet au client de mieux évaluer le rendement de son investissement :

- une ventilation détaillée de tous les dépôts et retraits effectués dans le compte;
- la variation de la valeur marchande du compte (en dollars);
- le taux de rendement total annualisé du compte de l'année précédente ainsi que des trois, cinq et dix dernières années.

Solutions aux enjeux que peuvent apporter le régime d'information au moment de la souscription et le MRCC

Les ACVM surveilleront les répercussions du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC¹⁴⁹. Bien qu'il faudra sans doute encore quelques années pour les évaluer pleinement, nous prévoyons que ces réformes amélioreront considérablement la connaissance et la compréhension des investisseurs en ce qui a trait aux frais et au rendement des OPC, et contribueront à ce qu'ils deviennent des consommateurs avertis à l'égard des produits de fonds d'investissement et des services-conseils. Nous nous attendons également à ce que ces améliorations aident à régler en partie les principaux enjeux que nous avons relevés.

Les principaux enjeux sont analysés en détail ci-après.

- Enjeu n° 1 – Les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs.

Nous prévoyons que le rehaussement de l'obligation de présenter de l'information au moment de la souscription (en vertu du régime d'information au moment de la souscription), lors de l'ouverture du compte et chaque année par la suite (en vertu du MRCC) améliorera la transparence des coûts des fonds et de la rémunération des courtiers. Cette transparence devrait faciliter la comparaison des coûts liés à un investissement dans un OPC par rapport à un autre et permettre ainsi aux investisseurs de mieux gérer l'incidence des coûts des fonds sur leur rendement.

La nouvelle obligation d'information sur le rendement du compte et le surcroît de transparence des coûts des fonds et de la rémunération des courtiers (en particulier des commissions de suivi) pourraient aussi amener les investisseurs à remettre en question les services offerts par leurs représentants, tout en leur permettant de mieux évaluer la valeur et les coûts réels des services qu'ils reçoivent. Au fil du temps, des changements pourraient s'opérer dans l'uniformité et le niveau des services offerts par les courtiers et les représentants ainsi que dans le choix de fonds à

¹⁴⁹ Les ACVM ont récemment lancé une étude pluriannuelle visant à mesurer les répercussions de la deuxième phase du MRCC et du régime d'information au moment de la souscription sur les investisseurs et le secteur. Cette étude examinera les effets de ces réformes sur les connaissances, l'attitude et le comportement des investisseurs, les pratiques des personnes inscrites, les coûts des fonds et les produits offerts. L'étude, qui couvre la période de 2016 à 2019, devrait être terminée en 2021.

faible coût et, éventuellement, de fonds affichant un meilleur rendement. Si tel est le cas, nous nous attendons à ce que les gestionnaires de fonds d'investissement répondent à la demande de nouveaux produits de la part des courtiers en créant des fonds à faible coût et en privilégiant le rendement, ce qui pourrait accroître la concurrence et l'efficacité du marché. La réponse des gestionnaires de fonds d'investissement pourrait aussi dépendre de la mesure dans laquelle les réformes du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC amèneraient les clients à remettre en question les coûts de ces derniers.

Au final, les possibles effets favorables de l'amélioration de l'information sur la relation client-personne inscrite et sur la conduite du gestionnaire de fonds d'investissement pourraient contrer certains des problèmes issus de l'Enjeu n° 1. Toutefois, nous estimons que l'obligation d'information pourrait ne pas suffire à elle seule à régler les conflits d'intérêts inhérents mentionnés sous l'Enjeu n° 1, pour les motifs suivants :

- i. Il apparaît des études que nous avons examinées (voir la partie 2 et l'Annexe A) que, tant que les commissions intégrées sur les produits seront permises :
 - a. La partialité en faveur de la rémunération découlant de ces commissions pourrait continuer d'inciter les courtiers et les représentants à recommander aux investisseurs des produits privilégiant la maximisation de leur rémunération sur les intérêts du client – potentiellement aux dépens des résultats obtenus par l'investisseur et de l'efficacité du marché;
 - b. la concurrence entre les gestionnaires de fonds d'investissement demeurera axée sur la rémunération versée aux courtiers, réduisant ainsi la probabilité qu'ils rivalisent sur le plan du rendement et de la compétence – et désavantageant potentiellement les gestionnaires de fonds compétents qui ne versent pas de commissions de suivi plus élevées que la norme ou n'en versent aucune; comme il est mentionné dans la partie 2, cet incitatif peut entraîner une augmentation globale des coûts des fonds et limiter l'offre de fonds à faible coût et de fonds gérés passivement, ce qui nuirait à la concurrence et à l'efficacité du marché.
- ii. Des études indiquent que la communication d'information ne serait pas à elle seule une solution efficace pour régler les conflits d'intérêts dans la relation client-conseiller. En particulier, elles donnent à entendre que les conseillers donnent plus de conseils partiels lorsque le conflit est déclaré que lorsqu'il ne l'est pas, et que les personnes qui reçoivent ces conseils ne les prennent pas avec toute la réserve qu'ils devraient pour contrer ce surcroît de partialité¹⁵⁰. D'autres études montrent par ailleurs que la déclaration des conflits d'intérêts peut avoir des effets pervers fortuits, comme le fait que certaines personnes qui reçoivent des conseils conflictuels sont plus portées à les suivre¹⁵¹. Si la déclaration d'un conflit d'intérêts provoquait une telle situation dans la relation client-conseiller, les conseils prodigués et la décision prise pourraient être sous-optimaux,

¹⁵⁰ Daylain M. Cain, George Loewenstein et Don A. Moore. « The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest », *The Journal of Legal Studies*, Vol. 34, n° 1 (janvier 2005), p. 1-25; <http://www.arts.uwaterloo.ca/~dkoehler/ACC784/CainLoewensteinMoore2006.pdf>.

¹⁵¹ Sunita Sah. « The Paradox of Disclosure », *The New York Times*, 8 juillet 2016; http://nytimes.com/2016/07/10/opinion/sunday/the-paradox-of-disclosure.html?_r=0.

ce qui entraînerait de piètres résultats pour les investisseurs et diminuerait l'efficacité du marché.

- iii. Le degré élevé de confiance et de dépendance des investisseurs envers leurs conseillers dans la prise des décisions d'investissement peut les conduire à ne pas examiner attentivement les rapports et les documents d'information, et ainsi les priver des avantages qui en découlent. Il ressort, entre autres, d'une récente étude menée par la British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) que 89 % des répondants jugent élevé ou très élevé leur niveau de confiance envers leur représentant en placement. Cette confiance amène certains clients à accorder moins d'importance à la lecture de leurs relevés de compte parce qu'ils ne doutent pas que leur représentant s'occupe de leurs placements¹⁵². De même, un récent sondage des ACVM montre que les investisseurs s'adressent principalement à leur conseiller comme source première d'information sur l'investissement, et que 43 % des investisseurs se fient exclusivement à leur conseiller¹⁵³. Les clients qui prennent des décisions d'investissement sans consulter les documents d'information pourraient ne bénéficier que de façon limitée de cette information, car ils ne sont peut-être pas pleinement au fait des frais liés à leur compte et de son rendement ni en mesure d'évaluer les services offerts ou de les remettre en question pleinement ou efficacement.

- Enjeu n° 2 – L'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

Comme nous l'avons indiqué sous l'Enjeu n° 1 ci-dessus, le rehaussement de l'information sur le rendement de même que l'amélioration de la transparence des frais des fonds et de la rémunération des courtiers devraient améliorer la connaissance et la compréhension que les investisseurs ont de ces frais et les rendre plus à même de gérer les répercussions de ces coûts sur le rendement de leurs placements.

Toutefois, si la rémunération des courtiers continue à provenir des frais de gestion des fonds, nous estimons que le régime d'information au moment de la souscription et le MRCC n'arriveront à régler que partiellement l'Enjeu n° 2, pour les motifs suivants :

- i. la structure des frais des fonds demeurera relativement complexe, ce qui, comme nous l'avons vu dans la partie 2, pourrait continuer à limiter la compréhension qu'ont les investisseurs des coûts de la rémunération des courtiers et des frais des fonds;
- ii. les gestionnaires de fonds d'investissement continueront d'établir la rémunération versée aux courtiers sans l'intervention directe du client; cette façon de procéder restreint la participation du client au processus de rémunération du courtier et, par conséquent, limite sa connaissance de la rémunération et le contrôle qu'il peut exercer sur celle-ci.

¹⁵² BC Securities Commission, *National Smarter Investor Study, Public Opinion Research*, novembre 2015; <https://investright.org/wp-content/uploads/2016/09/Smarter-Investor-Study-FULL-REPORT-1.pdf>.

¹⁵³ *Étude des ACVM sur la sensibilisation des investisseurs 2016*; https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/conso/etudes-sondages/etude_Key_Highlights-F.pdf.

L'abandon des commissions intégrées aurait pour effet de retirer le gestionnaire de fonds d'investissement du processus de rémunération des courtiers et de permettre la participation directe du client au processus de rémunération, auprès de son représentant. Grâce à sa participation, le client pourrait avoir une meilleure connaissance des frais, davantage la possibilité de négocier la rémunération totale versée et un plus grand contrôle sur celle-ci.

- Enjeu n°3 – Les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Comme il est mentionné sous l'Enjeu n° 1 ci-dessus, le rehaussement de l'information sur le rendement ainsi que l'amélioration de la transparence des coûts des fonds et de la rémunération des courtiers devraient amener les investisseurs à remettre en question les services fournis par leur représentant. Si, en réponse à l'information obtenue sur les frais des fonds dans le cadre de la deuxième phase du MRCC, les investisseurs remettent en question le niveau global de services et de conseils qu'ils reçoivent de leurs représentants ou optent plutôt pour des produits différents à faible coût, nous nous attendrions à ce que les représentants s'efforcent de démontrer le bien-fondé de leur proposition de valeur et de réviser le niveau de services offert. Si ce changement se produit, des réformes en matière d'information à fournir pourraient améliorer la concordance entre la rémunération intégrée des courtiers et les services fournis aux investisseurs et ainsi contribuer à régler l'Enjeu n° 3. Les commissions intégrées resteront néanmoins une forme de rémunération « fourre-tout » qui ne concorde pas forcément avec les services et les conseils réellement fournis à chaque investisseur selon ses besoins, ses attentes et ses préférences. Il se pourrait qu'en raison de ce décalage, certains investisseurs paient des frais plus élevés que nécessaire pour les services reçus, ce qui nuirait au rendement de leur investissement.

2. Analyse des examens de la conformité

Aperçu des examens de la conformité

Certains membres des ACVM sont à examiner la conformité des mesures d'incitation au placement qui peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts à l'occasion du placement de titres de fonds d'investissement. Dans certains cas, ces examens sont coordonnés avec l'ACFM et l'OCRCVM.

Les examens, dont certains sont terminés et d'autres sont en cours, comprennent le contrôle, entre autres, des pratiques destinées à influencer la sélection des fonds d'investissement dont les représentants placeront les titres auprès des clients. Par exemple, au début de 2016, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) a réalisé l'examen ciblé des conférences parrainées par des OPC qui ont été organisées et présentées par des gestionnaires de fonds d'investissement, afin d'en évaluer la conformité au Règlement 81-105. La CVMO et l'Autorité des marchés financiers (l'**Autorité**) ont également distribué un questionnaire à un échantillon de gestionnaires de fonds d'investissement pour recueillir de l'information sur les escomptes accordés sur les frais de gestion en fonction du total des actifs détenus par un courtier.

Solutions aux enjeux que peuvent apporter les examens de la conformité

Les ACVM suivront les résultats des examens de la conformité afin d'établir la mesure dans laquelle ceux-ci règlent les enjeux relevés en matière d'efficience du marché et de protection des

investisseurs. Bien que l'effet global des examens reste à déterminer, les ACVM ne prévoient pas que les examens pourront, à eux seuls, répondre suffisamment aux principaux enjeux relevés.

Les principaux enjeux sont analysés en détail ci-après.

- Enjeu n° 1 – Les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs.

Les ACVM estiment que les examens pourraient entraîner une baisse des pratiques inappropriées destinées à stimuler les placements. En pareil cas, les ACVM prévoient une diminution des recommandations de produits en fonction des incitatifs obtenus par les représentants, ce qui pourrait provoquer une réorientation des recommandations dans laquelle les fonds indûment favorisés seraient délaissés au profit de fonds plus susceptibles de convenir à l'investisseur. Si ces fonds affichaient un meilleur rendement, la réorientation pourrait se révéler profitable pour les gestionnaires de fonds d'investissement plus performants et faire augmenter leur part de marché, ce qui accroîtrait la concurrence sur les marchés et l'efficacité en général (puisque les gestionnaires de fonds d'investissement subiraient des pressions croissantes pour rivaliser sur le plan du rendement plutôt que sur celui des incitatifs offerts aux courtiers).

Étant donné ce qui précède, nous nous attendons à ce que les examens contribuent en partie à régler l'Enjeu n° 1. Si nous ne nous attendons pas à ce qu'il le règle complètement, c'est principalement parce que le paiement de commissions de suivi et d'autres formes de rémunération intégrée demeurera autorisé. Par conséquent, les conflits d'intérêts des courtiers et des représentants perdureront, ce qui pourrait favoriser les recommandations susceptibles de nuire aux résultats obtenus par l'investisseur. En outre, le maintien des commissions intégrées ne contribuera pas à résoudre les conflits touchant les gestionnaires de fonds d'investissement, de sorte que le risque de sous-performance et de hausse des coûts demeurera.

- Enjeu n° 2 – L'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

Les ACVM ne s'attendent pas à ce que les résultats des examens règlent l'Enjeu n° 2. Ces examens étant axés non pas sur l'information à fournir ou sur les clients, mais sur les mesures d'incitation offertes aux courtiers et aux représentants, nous ne nous attendons pas à ce qu'ils contribuent à améliorer la connaissance et la compréhension qu'ont les investisseurs des coûts de la rémunération des courtiers et des frais des fonds, ni le contrôle qu'ils exercent sur ceux-ci. Nous ne croyons pas non plus qu'ils réduiront la complexité de la structure des frais des OPC ni qu'ils auront une incidence sur le secteur en général.

- Enjeu n° 3 – Les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Les ACVM ne s'attendent pas non plus à ce que les résultats des examens règlent l'Enjeu n° 3. Comme dans le cas de l'Enjeu n° 2, puisque les examens sont axés sur les mesures d'incitation offertes aux courtiers et aux représentants plutôt que sur l'information à fournir ou sur les clients, aucun des éléments de l'examen ne devrait améliorer directement la concordance entre les commissions intégrées et les services fournis aux investisseurs.

3. Analyse des propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients formulées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM

Résumé du Document de consultation 33-404 des ACVM

Le 28 avril 2016, les ACVM ont publié le Document de consultation 33-404 des ACVM afin de recueillir des commentaires sur les mesures réglementaires proposées pour rehausser les obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients. Les propositions, formulées en réponse aux enjeux relevés par les ACVM dans la relation client-personne inscrite, visent les objectifs suivants :

- concilier les intérêts des personnes inscrites et ceux de leurs clients;
- clarifier la nature de la relation client-personne inscrite;
- rehausser les résultats pour les clients.

Les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM prévoient certaines réformes ciblées du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, visant notamment à renforcer la réglementation des conflits d'intérêts, les obligations de connaissance du client, de connaissance du produit et d'évaluation de la convenance au client, la compétence des représentants et l'utilisation des titres professionnels.

Par exemple, en ce qui a trait aux conflits d'intérêts, les courtiers et les représentants seraient tenus de résoudre tout conflit d'intérêts important en faisant passer l'intérêt du client avant le leur. Qui plus est, toute information fournie au client au sujet d'un conflit d'intérêts serait obligatoirement mise en évidence et rédigée de façon précise et claire. Il importerait que l'information soit utile au client pour lui permettre de comprendre pleinement le conflit d'intérêts, y compris ses implications et conséquences pour lui. Selon le Document de consultation 33-404 des ACVM, la seule déclaration est généralement un mécanisme d'atténuation inadéquat en raison de son incidence limitée sur le processus de décision du client¹⁵⁴. Ce document de consultation fournit également des indications sur des cas particuliers de conflit d'intérêts liés aux pratiques de rémunération.

Le processus de connaissance du client serait également amélioré de manière à s'assurer d'une connaissance approfondie de la situation du client. Pour ce faire, le représentant aurait à recueillir davantage de renseignements concernant le client, ses besoins et ses objectifs de placement, sa situation financière et son profil de risque.

Selon les modifications qu'il est proposé d'apporter au processus de connaissance du produit, le représentant serait expressément tenu de connaître suffisamment le produit pour en évaluer la convenance au client en fonction de la connaissance qu'il a de celui-ci. Dans le cadre de ce processus, les représentants auraient l'obligation d'étudier attentivement, entre autres choses, les stratégies, les caractéristiques, les coûts et les risques de chaque titre figurant sur la liste de

¹⁵⁴ Voir l'Annexe A du Document de consultation 33-404 des ACVM.

produits de la société. Ils seraient également tenus de comprendre et de prendre en considération ce qui distingue le produit recommandé des autres produits et de quelle manière ce produit pourrait s'inscrire dans le compte du client et dans sa stratégie globale d'investissement.

Les courtiers seraient par ailleurs obligés d'indiquer s'ils ont une liste de produits exclusifs, une liste de produits non exclusifs ou une liste mixte. Les courtiers qui offrent une liste de produits mixtes seraient tenus de réaliser une enquête de marché équitable et impartiale sur un ensemble raisonnable de produits pour s'assurer que leur gamme de produits sera susceptible de répondre aux besoins et aux objectifs de placement de leurs clients en fonction de leur profil.

L'évaluation de la convenance serait également renforcée pour que les produits recommandés satisfassent aux trois critères généraux suivants : convenance financière de base, convenance de la stratégie d'investissement et convenance de la sélection des produits. Il est à noter que l'évaluation de la convenance de la sélection des produits devrait tenir compte de l'incidence que la rémunération versée à la personne inscrite par le client ou par un tiers au titre du produit aurait sur le rendement de celui-ci.

Les propositions introduiraient également de nouvelles obligations destinées à accroître la compétence des représentants, y compris en ce qui concerne l'incidence potentielle des coûts des produits et des stratégies d'investissement (active ou passive, par exemple) sur les résultats des placements attendus par les clients.

Outre les réformes ciblées susmentionnées, tous les membres des ACVM, sauf la BCSC, mènent une consultation sur une norme réglementaire d'agir au mieux des intérêts du client, accompagnée d'indications, qui constituerait la norme générale et le principe directeur en fonction desquels toutes les autres obligations envers les clients seraient interprétées. Globalement, en vertu de cette norme, le courtier inscrit et ses représentants seraient tenus d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté dans leurs relations avec leurs clients, et d'agir dans leur intérêt. Plusieurs membres des ACVM ont de sérieuses réserves sur l'adoption d'une telle norme.

Si les projets de réformes abordés dans le Document de consultation 33-404 des ACVM étaient mis en œuvre, ils créeraient de nombreuses obligations pour les personnes inscrites et s'appliqueraient à l'ensemble des conseillers, des courtiers et des représentants, y compris les membres de l'OCRCVM et de l'ACFM. Ces projets de réformes sont conçus pour interagir afin d'améliorer la relation client-personne inscrite.

Solutions aux enjeux que peuvent apporter les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM

Il importe de noter que les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM n'ont pas pour objet de régler les principaux enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché relevés dans le présent document de consultation. Toutefois, les ACVM surveilleront l'évolution de ces propositions au fil de la consultation et évalueront la mesure dans laquelle elles pourront contribuer à régler ces principaux enjeux. Selon nous, s'ils sont adoptés dans leur version actuelle, les projets de réformes énoncés dans le Document de consultation 33-404 des ACVM permettraient de concilier les intérêts des personnes inscrites et ceux de leurs clients, de clarifier la nature de la relation client-personne inscrite et de rehausser les résultats pour les investisseurs. Nous estimons que ces projets de réformes pourraient contribuer à régler

en partie les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché que nous signalons dans le présent document de consultation.

Les principaux enjeux sont analysés en détail ci-après.

- Enjeu n° 1 – Les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs.

Selon nous, s'ils sont mis en œuvre, les projets de réformes exposés dans le Document de consultation 33-404 des ACVM favoriseraient une meilleure gestion des conflits d'intérêts qui pourrait contribuer à atténuer les conflits d'intérêts des courtiers et des représentants relativement aux commissions intégrées. Plusieurs motifs justifient notre point de vue, notamment le fait que les représentants seraient tenus de résoudre les conflits d'intérêts en faisant passer l'intérêt du client avant le leur. S'agissant de la rémunération des courtiers, par exemple, les courtiers auraient à établir s'il est raisonnable de s'attendre à ce que la rémunération influence indûment le traitement des clients par les représentants. Si la rémunération devait donner lieu à un conflit, les sociétés auraient à s'assurer d'exercer des contrôles et une surveillance appropriés pour atténuer le conflit. Qui plus est, les conflits impossibles à gérer doivent être évités.

En outre, les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM favoriseraient, selon nous, une meilleure gestion des conflits d'intérêts en raison de l'obligation expresse qui serait faite aux courtiers et aux représentants d'évaluer l'incidence de leur rémunération sur le rendement dans le cadre de l'évaluation de la convenance. Si un produit était recommandé parce qu'il est avantageux pour le courtier ou le représentant, alors qu'il existe dans la liste de produits du courtier un autre produit aussi convenable et plus économique pour le client, la recommandation ne respecterait ni l'obligation d'évaluer la convenance, ni les obligations générales du courtier envers le client.

Vu ce qui précède, les ACVM s'attendent à ce que les formes de rémunération liée jouent un rôle moindre dans la recommandation de produits. Compte tenu de ce fait et du rehaussement des obligations de connaissance du client, de connaissance du produit, de convenance au client et de compétence, les ACVM s'attendent à ce que les représentants recommandent des produits convenant davantage à leurs clients, à savoir des produits à plus faible coût qui offriraient éventuellement un meilleur rendement. Si les propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM amenaient les représentants à réorienter leurs recommandations vers ces produits, il est à prévoir qu'au fil du temps ces propositions influenceraient aussi indirectement les gestionnaires de fonds d'investissement, qui pourraient s'adapter à ce changement en créant des fonds à faible coût et en privilégiant le rendement. Cette réorientation pourrait s'avérer profitable pour les gestionnaires de fonds d'investissement plus performants et faire augmenter leur part de marché, ce qui accroîtrait la concurrence et l'efficacité du marché.

Compte tenu des avantages apparents susmentionnés, les ACVM estiment que l'Enjeu n° 1 pourrait être réglé grâce aux propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM (si elles sont adoptées dans leur version actuelle), combinées aux réformes du régime d'information au moment de la souscription et du MRCC ainsi qu'aux examens de la conformité. Néanmoins, pour les motifs énoncés ci-après, nous nous demandons s'il serait nécessaire d'abandonner les commissions intégrées.

Premièrement, les propositions n'ont pas été élaborées dans le but de régler le conflit d'intérêts qu'occasionnent les commissions intégrées pour les gestionnaires de fonds d'investissement. Par conséquent, leurs répercussions positives escomptées sur le comportement des gestionnaires de fonds d'investissement (c'est-à-dire la création de fonds à faible coût et l'importance accrue donnée au rendement) ainsi que les effets positifs qui en découleraient sur la concurrence et l'efficacité du marché dépendent de leur incidence sur les recommandations des représentants. Bien qu'on ignore encore quelle serait l'ampleur de la réorientation des recommandations des représentants, certains aspects des propositions pourraient réduire leur incidence sur le comportement des gestionnaires de fonds d'investissement, la concurrence et l'efficacité du marché en général.

Jusqu'à ce que la réorientation des recommandations des courtiers soit suffisamment importante pour entraîner un changement chez les gestionnaires de fonds d'investissement (s'il se réalise), ceux-ci pourraient continuer à privilégier le versement de commissions intégrées plutôt que la compétence afin de distribuer leurs produits et de grossir leur part de marché. Comme il est indiqué dans la partie 2 ci-dessus, les commissions intégrées peuvent réduire l'importance qu'accorde le gestionnaire de fonds d'investissement au rendement et entraîner une sous-performance.

Deuxièmement, la question du versement de commissions intégrées n'est pas abordée dans le Document de consultation 33-404 des ACVM. Les commissions intégrées peuvent continuer de créer des entraves à l'accès au marché et réduire la probabilité de voir des fournisseurs de produits à faible coût entrer sur le marché. Comme il est précisé dans la partie 4, l'entrée de tels fournisseurs sur le marché pourrait favoriser la concurrence sur le plan des frais des fonds, de même que la création et la distribution de fonds à faible coût. Les commissions intégrées peuvent également rétrécir l'accès des gestionnaires de fonds d'investissement indépendants aux réseaux de distribution des courtiers en épargne collective membres de l'OCRCVM ou indépendants. Ensemble, ces effets pourraient limiter la concurrence sur les coûts et l'efficacité du marché.

Enfin, selon nous, l'abandon des commissions intégrées pourrait être complémentaire aux propositions énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM. En effet, nous estimons que leur abandon permettrait d'éliminer les conflits d'intérêts qu'occasionnent les commissions intégrées pour les courtiers, les représentants et les gestionnaires de fonds d'investissement, et de concilier leurs intérêts et ceux des investisseurs.

- Enjeu n° 2 – L'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

Le Document de consultation 33-404 des ACVM n'a pas été conçu pour régler l'Enjeu n° 2. Même si la déclaration des mécanismes de rémunération intégrée des courtiers dans le cadre du processus d'atténuation des conflits d'intérêts augmentait la transparence des frais, les gestionnaires de fonds d'investissement continueraient à établir la rémunération versée aux courtiers, sans l'intervention directe du client. L'absence de participation directe du client au processus de rémunération des courtiers risque de limiter sa connaissance des frais ainsi que le degré de contrôle qu'il exerce sur la rémunération versée en fin de compte à son courtier et à son représentant en contrepartie des services fournis. De plus, la rémunération intégrée risque d'ajouter de la complexité à la structure des frais, ce qui pourrait continuer d'empêcher les investisseurs de comprendre les coûts.

- Enjeu n° 3 – Les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

Le Document de consultation 33-404 des ACVM n'a pas non plus été conçu pour régler l'Enjeu n° 3. Les ACVM s'attendent à ce que le rehaussement des obligations de connaissance du client, de connaissance du produit, de convenance au client et de compétence, combiné à une meilleure atténuation des conflits d'intérêts, favorise la prestation de conseils et de services qui répondent mieux aux besoins et aux objectifs des investisseurs. Toutefois, les commissions intégrées resteront une forme de rémunération « fourre-tout » qui ne concorde pas forcément avec les services et les conseils réellement fournis à chaque investisseur selon ses besoins, ses attentes et ses préférences. Il se pourrait que, en raison de ce décalage, certains investisseurs paient pour leurs services des frais plus élevés que nécessaire qui réduisent le rendement de leur investissement.

Questions

35. Veuillez indiquer si vous estimez que les mesures analysées ci-dessus pourront, individuellement ou collectivement :

- régler les trois enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché et les enjeux sous-jacents exposés dans la partie 2;
- régler ou non tout autre problème ou enjeu que vous auriez relevé.

36. Existe-t-il des solutions ou des mesures de rechange, sur le plan réglementaire ou sur le marché, susceptibles de régler les trois enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché et les enjeux sous-jacents exposés dans la partie 2? Dans l'affirmative, veuillez fournir des explications.

PARTIE 7 – CONSULTATION ET PROCHAINES ÉTAPES

Les enjeux soulevés dans le présent document de consultation sont importants et touchent tous les participants aux marchés financiers du Canada. Étant donné les répercussions considérables des options réglementaires abordées ici, la contribution des parties prenantes est primordiale. Nous invitons tous les intéressés à présenter des commentaires par écrit.

Certains membres des ACVM tiendront des consultations en personne en 2017 afin d'obtenir des commentaires supplémentaires et d'approfondir notre examen des enjeux soulevés dans le présent document de consultation. De plus amples détails seront annoncés en temps et lieu.

Après avoir étudié les commentaires reçus par écrit et dans le cadre de toute consultation en personne, nous déterminerons les mesures réglementaires à adopter, s'il y a lieu, communiquerons des orientations et proposerons les modifications réglementaires nécessaires à la mise en œuvre des politiques. Tout projet de règlement serait publié pour consultation selon la procédure habituelle.

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires écrits au plus tard le **9 juin 2017**. Vous pouvez nous soumettre vos commentaires sur papier ou par voie électronique. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons tous les mémoires reçus sur les sites Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca) et de l'Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

Veuillez adresser vos commentaires à tous les membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez **n'**envoyer vos commentaires **qu'aux adresses suivantes**, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

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

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416 593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Questions

Si vous avez des commentaires ou des questions, veuillez communiquer avec l'un des membres du personnel des ACVM indiqués ci-dessous.

Mathieu Simard
Conseiller expert, Fonds d'investissement
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4471
Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4471
mathieu.simard@lautorite.qc.ca

Hugo Lacroix
Directeur principal des fonds
d'investissement
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4461
Sans frais : 1 800 525-0337, poste 4461
hugo.lacroix@lautorite.qc.ca

Kathryn Anthistle
Senior Legal Counsel
Legal Services, Capital Markets Regulation
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604 899-6536
kanthistle@bcsc.bc.ca

Chantal Mainville
Senior Legal Counsel
Investment Funds and Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
Téléphone : 416 593-8168
cmainville@osc.gov.on.ca

Wayne Bridgeman
Deputy Director, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : 204 945-4905
wayne.bridgeman@gov.mb.ca

Danielle Mayhew
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403 592-3059
danielle.mayhew@asc.ca

Melody Chen
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604 899-6530
mchen@bcsc.bc.ca

John Mountain
Director
Investment Funds and Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
Téléphone : 416 593-3360
jmountain@osc.gov.on.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604 899-6690
ghungerford@bcsc.bc.ca

Andrew Papini
Legal Counsel
Investment Funds and Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
Téléphone : 416 263-7652
apapini@osc.gov.on.ca

Heather Kuchuran
Senior Securities Analyst
Financial and Consumer Affairs
Authority of Saskatchewan
Téléphone : 306 787-1009

Dennis Yanchus
Senior Economist
Strategy and Operations – Economic
Analysis
Commission des valeurs mobilières de

heather.kuchuran@gov.sk.ca

l'Ontario
Téléphone : 416 593-8095
dyanthus@osc.gov.on.ca

ANNEXE A
ÉLÉMENTS PROBANTS DÉMONTRANT LES PROBLÈMES ISSUS DES
COMMISSIONS INTÉGRÉES POUR LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET
L'EFFICIENCE DU MARCHÉ

Enjeu n° 1 : Les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs.

i. Les commissions intégrées peuvent réduire l'attention que le gestionnaire de fonds d'investissement doit porter au rendement du fonds, ce qui peut entraîner une sous-performance.

Les commissions de suivi et les frais d'acquisition reportés peuvent avoir une incidence sur les flux et nuire au rendement du fonds

À partir de données au niveau des fonds fournies par des gestionnaires de fonds d'investissement canadiens, Douglas Cumming et ses collaborateurs¹⁵⁵ ont réalisé une étude dans le but d'évaluer si les courtages et les commissions de suivi ont une incidence sur la distribution de titres de fonds. L'étude révèle que les commissions de suivi protègent les gestionnaires de fonds d'investissement en réduisant la sensibilité des flux au rendement passé, ce qui atteste d'un décalage entre les intérêts causé par les commissions intégrées. Voici les principales constatations de cette étude :

- Tous les flux, sauf ceux provenant de courtiers membres du même groupe que le gestionnaire de fonds d'investissement, sont sensibles¹⁵⁶ au rendement passé. On distribue plus de titres des fonds qui ont un rendement supérieur et moins de ceux qui ont un rendement inférieur.
- La sensibilité des distributions de titres de fonds au rendement passé diminue considérablement dans les circonstances suivantes :
 - a. Les gestionnaires de fonds d'investissement versent des commissions intégrées aux courtiers et aux représentants – plus ces commissions sont élevées, plus la proportion des flux nets qui est indifférente à la performance antérieure du gestionnaire de portefeuille (c'est-à-dire l'alpha) est grande. Lorsque la commission de suivi s'établit à 1 %, soit celle habituellement rattachée aux fonds d'actions et aux fonds équilibrés avec frais prélevés à l'acquisition ainsi qu'aux fonds de fonds au Canada, le gestionnaire de fonds d'investissement peut s'attendre à ce que ses actifs augmentent de 0,3 % par mois ou 3,7 % par année, quel que soit le rendement passé. De même, lorsque la commission de suivi s'établit à 1,5 %, les actifs gérés augmentent en moyenne de 0,45 % par mois ou 5,4 % par année, quel que soit le rendement passé. L'étude révèle qu'en revanche, les flux relatifs aux séries d'OPC ne comportant pas de commissions

¹⁵⁵ Douglas Cumming et coll., note 3, ci-dessus.

¹⁵⁶ La « sensibilité » s'entend de la relation entre le rendement supérieur passé ajusté en fonction du risque et les flux futurs, après neutralisation de tous les autres facteurs propres au produit (par exemple, le type de fonds, la catégorie de risque, le type de série, etc.) pouvant amener les investisseurs et leurs courtiers ou leurs représentants à choisir le produit.

intégrées (les séries à honoraires) sont plus sensibles au rendement passé.

- b. Les investisseurs choisissent l'option avec frais d'acquisition reportés – parmi toutes les options de souscription, les investissements faits selon l'option avec frais d'acquisition reportés présentent la plus faible sensibilité au rendement passé, ce qui démontre que les frais de rachat peuvent dissuader les investisseurs de faire racheter leurs titres, même si ceux-ci affichent systématiquement un piètre rendement.
- Le paiement de commissions de suivi a des répercussions sur le rapport entre le rendement et les distributions de titres de fonds; ainsi, lorsque le rendement augmente (ou diminue), le niveau des rentrées (ou des sorties) de fonds est 15 % inférieur à celui auquel elles s'établiraient en l'absence de commissions de suivi.
 - Une sensibilité réduite au rendement passé a également des répercussions sur le rendement futur des fonds, et cette constatation s'applique aux fonds qui comportent des commissions intégrées, à la distribution de titres de fonds selon l'option avec frais d'acquisition reportés et aux fonds qui reçoivent des flux de courtiers membres du même groupe. Par exemple, une augmentation de 1 % des commissions de suivi et des courtages selon l'option avec frais d'acquisition reportés est indirectement associée à une diminution du rendement supérieur futur, avant déduction des frais, de 1,4 % et de 0,6 %, respectivement, par rapport au rendement mensuel moyen. Cette constatation peut indiquer que les gestionnaires de fonds d'investissement qui versent des commissions de suivi aux courtiers ont tendance à ne plus essayer d'obtenir un rendement supérieur s'ils croient qu'un tel rendement n'accroîtra pas nécessairement les rentrées de fonds.

Selon une étude de Susan Christoffersen et ses collaborateurs¹⁵⁷ corroborant la recherche effectuée par Douglas Cumming et ses collaborateurs et portant sur une analyse des flux d'OPC américains comportant des frais d'acquisition ou le partage des revenus entre 1993 et 2009, des paiements élevés aux courtiers se traduisent par des rentrées de fonds plus importantes et les rendements nets sont environ 50 points de base plus bas pour chaque tranche de 100 points de base de frais d'acquisition.

En revanche, une étude d'Investor Economics pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada¹⁵⁸ avance qu'il n'existe aucun facteur pouvant expliquer à lui seul de manière satisfaisante le volume de titres d'OPC placés et rachetés dans un fonds en particulier à un moment donné. Elle soutient plutôt que les rentrées et les sorties de fonds des OPC canadiens reflètent l'interaction de plus de 40 facteurs, dont les trois plus pertinents sont énoncés ci-dessous :

- i. facteurs macroéconomiques et démographiques;

¹⁵⁷ Susan Kerr Christoffersen, Richard B. Evans et David K. Musto. « What do Consumers' Fund Flows Maximize? Evidence from Their Brokers' Incentives », février 2013, *The Journal of Finance*, Vol. 68, Issue 1, p. 201-235; sur le site de SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1393289.

¹⁵⁸ Investor Economics, *Analysis of Factors Influencing Sales, Retention and Redemptions of Mutual Fund Units, September 2015 Study for The Investment Funds Institute of Canada*; <https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2015/12/Investor-Economics-Analysis-of-Factors-Influencing-Fund-Flows-September-2015.pdf/12353/>.

- ii. caractéristiques de rendement propres à chaque fonds;
- iii. accès privilégié à un réseau de distribution, soit directement par des membres du même groupe, soit par alliance stratégique.

Les fonds qui comportent des commissions tendent à afficher un rendement inférieur à celui des fonds qui n'en comportent pas.

Le rapport de recherche intitulé *Mutual Fund Fees Research* du Brondesbury Group¹⁵⁹ évalue la mesure dans laquelle la rémunération à honoraires ou à la commission change la nature des conseils et influe sur les résultats de l'investissement. Bien qu'il n'ait pas trouvé de preuve que les mécanismes de rémunération à honoraires produisent de meilleurs résultats pour les investisseurs, le Brondesbury Group a trouvé des éléments probants selon lesquels la rémunération à la commission soulève des problèmes auxquels on doit s'attaquer. L'étude révèle notamment que les fonds qui comportent des commissions (frais d'acquisition et commissions de suivi) ont un rendement inférieur à celui des fonds qui n'en comportent pas, qu'il s'agisse du rendement brut, ajusté en fonction du risque ou après déduction des frais.

Une étude de Jonathan Reuter¹⁶⁰ met également au jour des éléments indiquant que le versement d'une rémunération aux courtiers nuit au rendement des fonds. Elle révèle notamment que, sur une période de dix ans, les titres d'OPC d'actions américaines non spécialisés gérés activement qui ont été distribués par l'entremise de courtiers ont affiché en moyenne un rendement 0,65 % inférieur, ajusté en fonction du risque, à celui des titres de fonds similaires gérés activement et distribués directement aux investisseurs (c'est-à-dire sans l'intervention d'un courtier). Si on effectue une comparaison pondérée en fonction de la valeur sans les frais 12b-1 (l'équivalent des commissions de suivi aux États-Unis), le rendement moyen sur dix ans des titres de fonds distribués directement était 0,42 % supérieur à celui des titres de fonds distribués par des courtiers.

Il se peut que les commissions intégrées augmentent la volatilité des flux et diminuent les rendements bruts.

Une étude de l'Office of Economic Analysis de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la SEC)¹⁶¹ portant sur une évaluation empirique des avantages des frais 12b-1 (l'équivalent des commissions de suivi aux États-Unis) pour les porteurs de titres des fonds révèle que le paiement de ces frais ne semble leur procurer aucun avantage. De façon générale, bien que les fonds qui comportent des frais 12b-1 attirent plus de flux et ont donc une croissance plus rapide que ceux qui n'en comportent pas¹⁶², ils semblent accroître la

¹⁵⁹ The Brondesbury Group, note 3, ci-dessus.

¹⁶⁰ Jonathan Reuter, Boston College - Department of Finance, National Bureau of Economic Research (NBER), *Revisiting the Performance of Broker-Sold Mutual Funds*, 2 novembre 2015; sur le site de SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685375.

¹⁶¹ Lori Walsh, Office of Economic Analysis de la SEC, *The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns*, 26 avril 2004; <https://www.sec.gov/rules/proposed/s70904/1walsh042604.pdf>.

¹⁶² *Ibid.*, à la page 10, l'Office of Economic Analysis de la SEC indique que les fonds comportant des frais 12b-1 ont des flux nets annuels sensiblement supérieurs à ceux des fonds qui n'en comportent pas. Les flux des portefeuilles de fonds qui comportaient des frais 12b-1 moyens pondérés de 0,34 % étaient 4 % supérieurs à ceux de fonds similaires ne comportant pas de frais 12b-1. Cet écart est significatif car les flux nets s'établissent en moyenne à 8 %

volatilité des flux¹⁶³ et diminuer les rendements bruts. La SEC souligne que les résultats de l'étude mettent en évidence le conflit d'intérêts créé par les frais 12b-1, c'est-à-dire que les gestionnaires de fonds d'investissement utilisent l'argent des porteurs de parts des fonds pour financer la croissance des actifs, dont ils sont les principaux bénéficiaires grâce à la perception de frais plus élevés, et les porteurs de parts n'obtiennent pas les avantages qu'ils devraient tirer du paiement des frais 12b-1.

ii. Les commissions intégrées peuvent encourager les courtiers et les représentants à faire des recommandations d'investissement partiales qui pourraient nuire à l'atteinte des résultats attendus par les investisseurs.

Les commissions encouragent les représentants à faire des recommandations partiales.

L'étude de Douglas Cumming et ses collaborateurs¹⁶⁴ susmentionnée révèle qu'une augmentation des commissions de suivi réduit la sensibilité des flux au rendement passé ajusté en fonction du risque (c'est-à-dire les compétences du gestionnaire de portefeuille), ce qui donne à penser que ces commissions encouragent les courtiers et les représentants à recommander des fonds qui comportent des commissions de suivi élevées de préférence à des fonds ne rapportant pas les commissions de suivi normalement pratiquées, quel que soit leur rendement.

L'étude susmentionnée de Susan Christoffersen et ses collaborateurs¹⁶⁵ indique que le versement de commissions élevées aux courtiers américains a entraîné des rentrées de fonds plus importantes, ce qui donne à entendre que les recommandations des courtiers sont influencées par les paiements qu'ils reçoivent.

Une étude de Daniel Bergstresser et ses collaborateurs¹⁶⁶ portant sur une analyse des titres de fonds distribués par des courtiers et distribués directement entre 1996 et 2004 aux États-Unis indique que les flux dans les fonds distribués par des courtiers sont positivement corrélés avec les honoraires de distribution, ce qui porte à croire que les distributions dans le secteur du courtage pourraient témoigner de la rémunération versée aux courtiers.

Le rapport de recherche intitulé *Mutual Fund Fees Research* du Brondesbury Group¹⁶⁷ susmentionné indique ce qui suit :

par année. Les fonds comportant des frais 12b-1 ont donc connu une croissance plus rapide que les fonds n'en comportant pas.

¹⁶³ La « volatilité des flux » s'entend de la volatilité des flux de titres de fonds souscrits et rachetés pouvant faire augmenter les coûts de liquidité.

¹⁶⁴ Douglas Cumming et coll., note 3, ci-dessus.

¹⁶⁵ Susan Kerr Christoffersen et coll., note 157, ci-dessus.

¹⁶⁶ Daniel Bergstresser, John Chalmers et Peter Tufano. « Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry », *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009, p. 4129-4156, à la p. 4131; <https://pdfs.semanticscholar.org/192b/4d9cde7f484200b037ffbdadabef1b90b800.pdf>.

¹⁶⁷ The Brondesbury Group, note 3, ci-dessus.

- les commissions intégrées élevées stimulent les distributions de titres d'OPC;
- les conseillers financiers ont parfois un parti pris en faveur des produits qui génèrent des commissions élevées dans leurs recommandations;
- les commissions ont des répercussions sur les efforts des conseillers financiers pour vaincre les préjugés des investisseurs, notamment ceux qui peuvent donner lieu à de mauvais rendements.

Une étude de John Chalmers et Jonathan Reuter¹⁶⁸ portant sur l'incidence des conseillers financiers sur les portefeuilles de retraite d'un large éventail d'employés de collèges et d'universités du secteur public aux États-Unis révèle des données empiriques démontrant que ce sont les commissions, et non la convenance des produits financiers au client, qui stimulent la distribution. Chalmers et Reuter concluent de leur analyse que les fonds qui comportent des commissions élevées pour les courtiers reçoivent des cotisations de retraite beaucoup plus importantes, sur les plans économique et statistique, de la part des clients des courtiers. Nos données selon lesquelles les incitatifs aux courtiers influencent leurs recommandations font ressortir le conflit de type mandant-mandataire qui peut survenir lorsque des investisseurs ayant peu de connaissances financières demandent des conseils à des intermédiaires¹⁶⁹.

Sendhil Mullainathan et ses collaborateurs¹⁷⁰ ont réalisé une étude dans le but de savoir si les conseillers renforcent les préjugés des investisseurs qui sont dans leur intérêt sur le plan financier. Dans le cadre d'un audit, des auditeurs formés ont rencontré des conseillers financiers américains payés à la commission pour des investisseurs individuels afin de leur présenter différents types de portefeuilles. L'étude révèle que les conseillers financiers ne réfutent pas les préjugés de leurs clients et que, souvent, ils renforcent ceux qui sont dans leur propre intérêt. Les conseillers financiers encouragent la recherche de rendements et favorisent les fonds gérés activement comportant des frais élevés, même chez les clients dont le portefeuille est au départ bien diversifié et assorti de frais peu élevés. Selon les chercheurs, les données indiquent que l'interaction est essentiellement axée sur le besoin de générer des frais plutôt que sur la volonté de rééquilibrer le portefeuille du client¹⁷¹.

Les commissions intégrées incitent à recourir indûment à l'option avec frais d'acquisition reportés.

Les données montrent que, tout comme les commissions de suivi intégrées, les commissions intégrées que les gestionnaires de fonds d'investissement versent aux courtiers et aux représentants à la distribution de titres selon l'option avec frais d'acquisition reportés

¹⁶⁸ John Chalmers et Jonathan Reuter, *What is the Impact of Financial Advisors on Retirement Portfolio Choices and Outcomes?*, NBER Working Series/Working Paper 18158, 9 juin 2012; https://www2.bc.edu/jonathan-reuter/research/NBER_WP18158.pdf.

¹⁶⁹ *Ibid.*, page 4.

¹⁷⁰ Sendhil Mullainathan, Markus Noeth et Antoinette Schoar, *The Market for Financial Advice: An Audit Study*, NBER Working Paper 17929, 2012; <http://www.nber.org/papers/w17929>.

¹⁷¹ *Ibid.*, page 16.

peuvent inciter à la formulation de recommandations inappropriées. Un examen de la conformité effectué en décembre 2015 par l'ACFM¹⁷² a révélé des cas de recours indu à l'option avec frais d'acquisition reportés. L'ACFM a examiné le recours à cette option, en particulier avec des clients âgés, ainsi que les pratiques des courtiers en matière de surveillance, d'évaluation de la convenance et de communication d'information à cet égard. L'examen a porté sur 12 sociétés de toutes tailles dont les actifs totalisent 140 milliards de dollars (30 % de l'ensemble des courtiers en épargne collective) et qui emploient 24 650 personnes autorisées (30 % de l'ensemble des personnes autorisées).

L'examen a révélé plusieurs pratiques posant problème, notamment les suivantes :

- la distribution de titres de fonds selon l'option avec frais d'acquisition reportés à des clients de plus de 70 ans;
- la distribution de titres de fonds dont le calendrier de rachat avec frais d'acquisition reportés couvre une période plus longue que l'horizon de placement des clients;
- la communication d'information insuffisante par certaines sociétés au sujet des frais de rachat, et des lacunes dans l'évaluation de la convenance et la surveillance des distributions selon l'option avec frais d'acquisition reportés.

Dans un bulletin récent intitulé *Review of Compensation, Incentives and Conflicts of Interests*, l'ACFM a relevé les pratiques de rémunération et mesures incitatives accroissant le risque de mauvais placements sous l'option avec frais d'acquisition reportés¹⁷³.

Une analyse approfondie de dossiers de mise en application de l'ACFM révèle que l'option avec frais d'acquisition reportés peut inciter les courtiers et les représentants à faire la promotion de stratégies de levier financier qui ne conviennent pas à leurs clients ou à multiplier les opérations dans les comptes de clients¹⁷⁴. En recommandant à leurs clients d'emprunter pour investir dans des fonds selon l'option avec frais d'acquisition reportés, les courtiers et leurs représentants augmentent la rémunération totale qu'ils peuvent tirer du placement. Plus précisément, ils peuvent recevoir de la part de l'institution financière une commission d'indication de clients relativement au prêt accordé à leur client, qui s'ajoute à la commission de 5 % versée au moment de l'acquisition (plus la commission de suivi) qu'ils peuvent recevoir du gestionnaire de fonds d'investissement au moment de la souscription.

Par ailleurs, en juillet 2015, le service des inspections de l'Autorité a publié un avis indiquant que l'Autorité a constaté des risques importants de non-conformité dans l'application des règles sur la connaissance du client par les courtiers en épargne collective du Québec. En particulier, les systèmes de conformité de certains courtiers permettaient la distribution de titres de fonds comportant des calendriers de rachat avec frais d'acquisition

¹⁷² ACFM, Bulletin n° 0670-C, *Rapport sur l'examen des FAR 2015*, 18 décembre 2015.

¹⁷³ ACFM, Bulletin n° 0705-C, *Review of Compensation, Incentives and Conflicts of Interests*, 15 décembre 2016.

¹⁷⁴ Voir, par exemple, les actions contre Enzo DeVuono, George William Popovich, Michael Darrell Harvey, Tony Siu Fai Tong, Jacqueline De Backer, Carmine Paul Mazzotta et David John Ireland.

reportés à des investisseurs dont l'horizon de placement est à court terme.

Les constatations précitées indiquent que l'option avec frais d'acquisition reportés demeure une option intéressante pour les courtiers et les représentants, car elle leur procure une commission initiale garantie pouvant atteindre 5 % du montant de la souscription (versée par le gestionnaire de fonds d'investissement et non par l'investisseur), plus la commission de suivi.

L'option avec frais d'acquisition reportés peut avoir des répercussions importantes sur l'investisseur, car il s'agit des frais de rachat que celui-ci doit payer s'il veut faire racheter des titres par la société au cours d'un nombre d'années déterminé suivant l'acquisition (généralement dans les six ans suivant la date de souscription). Cette pénalité, qui vise à décourager les rachats afin de préserver les actifs gérés, a progressivement fait décliner la popularité de l'option avec frais d'acquisition reportés auprès des investisseurs.

De récentes données de marché indiquent que le recours à l'option avec frais d'acquisition reportés au Canada contraste vivement avec son utilisation très limitée ailleurs. À la fin de 2015, 19 % des actifs de fonds au Canada, totalisant 234 milliards de dollars, étaient placés selon des options avec frais d'acquisition reportés¹⁷⁵. Les données les plus récentes aux États-Unis et en Europe indiquent que, dans chacun de ces territoires, moins de 1 % des actifs sont investis selon l'option avec frais d'acquisition reportés (soit 0,71 % aux États-Unis et 0,49 % en Europe)¹⁷⁶.

Nous soulignons qu'un important groupe canadien d'OPC a annoncé qu'il abandonnerait l'option avec frais d'acquisition reportés à compter du 1^{er} janvier 2017¹⁷⁷.

Les conseils conflictuels peuvent avoir une incidence négative sur les résultats de l'investissement.

Une étude de l'Executive Office of the President of the United States¹⁷⁸ a examiné les éléments probants concernant le coût des conseils conflictuels en matière d'investissement et leurs effets sur l'épargne-retraite des Américains. Il en ressort que des conseils conflictuels se traduisent par des rendements inférieurs. Pour les épargnants qui les reçoivent, le rendement perd environ 1 % par an (par exemple, de tels conseils réduisent à

¹⁷⁵ *Insight Monthly Update*, Investor Economics, mai 2016. Le chiffre de 19 % comprend les frais d'acquisition reportés (14,4 %) et les frais d'acquisition réduits (5,1 %).

¹⁷⁶ États-Unis – Données de Morningstar Direct arrêtées en février 2016 sur les investisseurs non institutionnels détenant des actions de catégorie B pour un placement minimal inférieur à 25 000 \$ US; Europe – Données de Morningstar Direct arrêtées en février 2016 sur les investisseurs non institutionnels détenant des titres de séries d'OPC et de SICAV pour un placement minimal inférieur à 25 000 (monnaie de base).

¹⁷⁷ Site Web de Groupe Investors : <https://www.investorsgroup.com/fr/4299.aspx>.

¹⁷⁸ Executive Office of the President of the United States, *The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings*, 2015; https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf.

5 % un rendement de 6 %).

Une étude similaire de John Chalmers et ses collaborateurs¹⁷⁹ a cherché à savoir si les investisseurs qui reçoivent des conseils conflictuels obtiennent de meilleurs résultats d'investissement que ceux qui ne reçoivent pas de conseils. Les chercheurs ont examiné dans le temps des données relatives aux comptes de participants à un régime à cotisations déterminées, ce qui leur a permis de comparer les portefeuilles des clients qui ont reçu des conseils avec ceux des clients qui n'en ont pas reçu, en fonction de caractéristiques similaires dans le temps, et de comparer les recommandations des conseillers par rapport à une option simple attribuée par défaut : un fonds à date cible¹⁸⁰. Il en ressort ce qui suit :

- Les investisseurs qui ont eu recours aux services d'un courtier ont obtenu des rendements annuels, après déduction des frais, 2,98 % inférieurs à ceux qu'ils auraient obtenu dans un fonds à date cible ayant un profil de risque similaire.
- Les courtiers sont beaucoup plus susceptibles d'investir l'argent de leurs clients dans des fonds qui comportent des frais élevés.

Au Canada, une étude de Stephen Foerster et ses collaborateurs¹⁸¹ présentant une analyse de la valeur des conseils a obtenu des résultats similaires à l'issue de l'examen, sur une période de 14 ans, de données relatives aux comptes de trois courtiers en épargne collective englobant 581 044 investisseurs et 5 920 représentants. Il en ressort ce qui suit :

- Les représentants encouragent leurs clients à prendre des risques plus élevés, ces derniers investissant jusqu'à 30 % plus d'actifs dans des OPC à profil de risque élevé (et une rémunération au courtier ou des frais plus élevés) que les clients qui ne bénéficient pas de conseils. Le rendement supérieur attendu (c'est-à-dire la prime de risque sur capitaux propres) qui devrait découler de la prise de risques plus élevés est complètement annulé par les frais plus importants imputés aux clients pour des OPC à frais élevés. Pour l'investisseur moyen, ce sont le représentant et les OPC qui s'approprient la totalité des rendements découlant de la prise de risques plus élevés.
- Les caractéristiques différentes des clients n'ont pas tendance à entraîner de différences dans les portefeuilles. Les portefeuilles des clients tendent à se rapprocher du portefeuille du représentant au fil du temps, peu importe le profil de risque des clients et le stade du cycle de vie. Les caractéristiques des clients, y compris la tolérance au risque et le stade du cycle de vie, expliquent seulement 13 % de la variation de la part à risque parmi les clients.

¹⁷⁹ John Chalmers et Jonathan Reuter, *Is Conflicted Advice Better than No Advice?*, NBER Working Paper 18158, 2012; <http://www.nber.org/papers/w18158>.

¹⁸⁰ Un « fonds à date cible », aussi appelé « fonds à cycle de vie », vise à offrir une solution de placement toute faite avec un portefeuille dont la répartition des actifs devient de plus en plus prudente à mesure que la date cible approche (habituellement la retraite). Ce type de fonds libère les courtiers et les représentants de la nécessité de répartir les actifs et de rééquilibrer le portefeuille pour l'investisseur, puisque le rééquilibrage se fait automatiquement à mesure que l'investisseur approche de sa date cible.

¹⁸¹ Stephen Foerster, Juhani Linnainmaa, Brian Melzer et Alessandro Previtero, *Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?*, NBER Working Paper 20712, 2014; <http://www.nber.org/papers/w20712>.

- Les coûts des conseils sont élevés, compte tenu de l'absence de personnalisation. En moyenne, les conseillers ont généré un alpha annuel négatif de -3,34 %, ce qui indique les frais moyens payés par les clients chaque année (près de 2,7 % en moyenne) et la faiblesse du rendement du portefeuille bénéficiant de conseils, avant déduction des frais, par rapport aux fonds indiciaires passifs à faible coût. La sous-performance nette des investisseurs est donc égale (ou supérieure) aux frais qu'ils paient.

Foerster et ses collaborateurs concluent que les conseils en matière d'investissement prodigués à l'investisseur moyen ne suffisent pas à eux seuls à justifier les frais que celui-ci paie aux conseillers¹⁸².

Enfin, Daniel Bergstresser et ses collaborateurs¹⁸³ ont réalisé une étude mesurant les avantages que les investisseurs bénéficiant de conseils obtiennent en contrepartie des frais de distribution qu'ils paient. Leur examen des titres de fonds distribués par des courtiers et ceux distribués directement entre 1996 et 2004 aux États-Unis n'a pas permis de démontrer que les courtiers offrent des avantages substantiels. Les chercheurs ont constaté que, comparativement aux investisseurs qui ont souscrit des titres directement, les clients de courtiers avaient généralement souscrit des titres de fonds dont les rendements ajustés en fonction du risque étaient inférieurs (avant déduction des frais de distribution) et qui comportaient des frais de distribution substantiels, et que les courtiers n'avaient démontré aucune compétence manifeste en matière de répartition des actifs pouvant aider les investisseurs à anticiper le marché.

iii. Les commissions intégrées maintiennent les coûts des fonds à des niveaux élevés et freinent la concurrence en entravant l'accès au marché

Certaines recherches démontrent que la formation des prix sur les marchés financiers de détail va à contre-courant de la théorie microéconomique classique voulant que les prix diminuent avec l'augmentation de la concurrence. Elles donnent à penser que la prévalence, au Canada, d'OPC exigeant des frais élevés s'explique en grande partie par le fait que les fournisseurs de produits financiers dépendent d'intermédiaires pour distribuer leurs produits et leur paient une rémunération incitative en vue de promouvoir leurs objectifs communs de maximisation du profit. La poursuite de ces objectifs maintient des ententes assorties de frais élevés et freine la croissance de produits moins dispendieux.

Les commissions ont tendance à pousser à la hausse les prix au détail des services financiers.

Un article de Mark Armstrong portant sur les aspects économiques de la protection des consommateurs affirme que les commissions ont pour effet de pousser à la hausse les prix au détail des services financiers. L'augmentation des prix est [TRADUCTION] « attribuable à la concurrence que se livrent les sociétés en offrant des courtages élevés afin d'assurer la

¹⁸² *Ibid.*, page 27.

¹⁸³ Daniel Bergstresser et coll., note 166, ci-dessus.

promotion de leurs produits, ce qui gonfle artificiellement le coût marginal de la vente des produits¹⁸⁴ ».

Les intermédiaires sont incités à promouvoir des ententes assorties de frais élevés.

Les recherches de Kathryn Judge portant sur l'influence des intermédiaires dans les marchés des capitaux démontrent que la prévalence continue d'ententes institutionnelles à coût élevé, en dépit de l'existence d'autres solutions plus efficaces, est imputable à l'influence d'intermédiaires qui usent de leurs avantages positionnels et informationnels pour promouvoir des ententes assorties de frais élevés dans leur intérêt propre afin de maximiser leurs revenus. Elles démontrent également que l'influence des intermédiaires a un effet de distorsion sur la répartition des capitaux, certaines sociétés en recevant davantage que cela n'est justifié. Elles indiquent enfin que l'influence des intermédiaires aide à expliquer un éventail de tendances observables, telles que la croissance et la complexification du secteur financier¹⁸⁵.

La complexité de la tarification et les ententes incitatives ont tendance à maintenir les prix à un niveau élevé dans les marchés des capitaux de détail, même avec la venue de nouvelles sociétés.

¹⁸⁴ Mark Armstrong, « Economic Models of Consumer Protection Policies », MPRA/Paper No 34773, 16 novembre 2011, p.14, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/34773/1/MPRA_paper_34773.pdf. Aux pages 15 et 16, M. Armstrong ajoute :

[TRADUCTION] « Le présent chapitre décrit un modèle dans lequel des sociétés tentent d'influer sur les efforts de commercialisation du vendeur en lui versant une commission pour chaque vente qu'il conclut. Le vendeur met donc de l'avant le produit qui lui rapporte la commission la plus élevée, ce qui l'amène logiquement à diriger le consommateur non informé vers des produits plus dispendieux. La concurrence que se livrent les sociétés en vue de fixer les commissions au niveau le plus élevé a pour effet de gonfler le coût marginal de l'offre et de maintenir le prix d'équilibre sur le marché de détail à un niveau élevé. Il s'ensuit que les résultats pour le consommateur, informé ou non, sont mauvais, moins bons que lorsque, non informé, il fait des achats au hasard sans payer de commission, et beaucoup moins bons que dans les cas où il paie directement les services de conseillers. Ce modèle constitue un argument en faveur de politiques de consommation qui restreignent le recours au paiement de commissions comme tactique de commercialisation. »

¹⁸⁵ Kathryn Judge, « Intermediary Influence », *University of Chicago Law Review*, volume 82, numéro 2, article 1, 2015, p. 573-642, <http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5853&context=uclev>. À la page 629, M^{me} Judge affirme :

[TRADUCTION] « L'influence des intermédiaires peut également avoir un effet de distorsion systématique sur la répartition des capitaux. Lorsque certains types d'opérations leur procurent une rémunération plus élevée, les intermédiaires ont tendance à utiliser leur influence pour les promouvoir. Plus grande est l'influence dont ils jouissent, plus grand est l'effet de distorsion qui en résulte sur la gamme d'opérations effectivement réalisées, c'est-à-dire plus grand est l'effet des frais. Ainsi, lorsque leur influence donne lieu à des ententes institutionnelles qui rendent les parties plus dépendantes à l'égard d'un type particulier d'intermédiaire, l'effet des frais est généralement d'autant plus grand. Lorsque certains types de sociétés ou de secteurs de l'économie reçoivent des capitaux par des voies qui sont particulièrement profitables aux intermédiaires financiers, l'effet des frais résulte en une affectation de capitaux à ces sociétés ou à ces secteurs plus grande que cela n'est socialement optimal. Dans les cas extrêmes, cela peut provoquer la formation d'une bulle spéculative. Cette situation a pour corollaire que les sociétés ou les secteurs financés de façon moins profitable pour les intermédiaires peuvent obtenir moins de capitaux que cela n'est socialement optimal. »

Les recherches de Bruce Ian Carlin portant sur la tarification dans les marchés des capitaux de détail démontrent que, malgré la présence d'un grand nombre de sociétés, les prix demeurent au-dessus du coût marginal et risquent même d'augmenter avec la venue de nouveaux participants. L'auteur établit que ces anomalies se produisent lorsque les fournisseurs de produits *i*) complexifient leurs structures de prix, nuisant ainsi à l'aptitude des consommateurs à les comprendre, ce qui préserve leur pouvoir sur le marché et leurs profits, et *ii*) s'entendent avec le réseau de conseillers et concluent avec lui des ententes incitatives qui leur sont mutuellement profitables. En raison de l'existence de ces ententes, il est plus rentable pour le réseau de conseillers de ne pas communiquer l'information au consommateur et de préserver ainsi les profits du secteur¹⁸⁶.

Les résultats de ces recherches pourraient expliquer pourquoi le modèle de la rémunération intégrée des courtiers demeure prédominant au Canada, malgré l'existence d'autres modèles, et pourquoi les frais des fonds y demeurent élevés.

Les frais des OPC au Canada figurent constamment parmi les plus élevés du monde.

Un certain nombre d'études publiées au cours des 13 dernières années ont observé la persistance du niveau élevé des frais d'OPC au Canada et concluent toutes que, par comparaison avec le coût de détention de titres d'OPC à l'échelle mondiale, ils figurent parmi les plus élevés du monde¹⁸⁷.

En réponse à ces études, une étude d'Investor Economics and Strategic Insight pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada¹⁸⁸ a proposé un cadre d'analyse¹⁸⁹

¹⁸⁶ Bruce Ian Carlin, « Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets », 4 décembre 2006. Sur SSRN : <http://ssrn.com/abstract=949349>.

¹⁸⁷ Parmi ces études, on peut citer les suivantes : B.N. Alpert et coll. *Morningstar Global Fund Investor Experience Study*, juin 2015; B.N. Alpert et coll. *Morningstar Global Fund Investor Experience*, Rapport 2013; B.N. Alpert et coll. *Morningstar Global Fund Investor Experience 2011*, mars 2011; J. Rekenhaller et coll. *Morningstar Global Fund Investor Experience 2009*, mai 2009; A. Khorana et coll. *Mutual Fund Fees Around the World*, 23 juillet 2007; et K. Ruckman. « Expense ratios of North American mutual funds », *Revue canadienne d'économie*, février 2003, p. 192-223.

¹⁸⁸ Investor Economics and Strategic Insight, *Les tendances relatives au coût de détention et aux ratios de frais des fonds communs de placement – Un aperçu de la situation au Canada et aux États-Unis*, novembre 2012, étude réalisée pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada. Cette étude a par la suite été mise à jour dans Investor Economics and Strategic Insight, *Les tendances relatives au coût de détention et aux ratios de frais des fonds communs de placement – Un aperçu de la situation au Canada et aux États-Unis – Mise à jour – 2015 – Mise à jour, en date de mai 2015, de l'étude réalisée en mai 2012 par Investor Economics and Strategic Insight pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada*.

¹⁸⁹ Ces constatations reposent sur l'hypothèse que les choix en matière d'investissement (c'est-à-dire le recours aux OPC gérés activement) demeurent les mêmes, que le conseiller soit rémunéré à honoraires ou qu'il soit rémunéré à la commission, et elles traduisent le fait que les grands fournisseurs américains de fonds à faible coût ont été omis des comparaisons de coûts. Le coût total de la détention de titres aux États-Unis serait par ailleurs inférieur si cette hypothèse était assouplie et que l'échantillon était modifié. De plus, comme le souligne Investor Economics à la page 17 de son rapport distinct sur le marché canadien des fonds (Investor Economics, *Mutual Fund MERs and Cost to Customer in Canada: Measurement, Trends and Changing Perspectives*, septembre 2012), le coût total de la détention de titres d'OPC au Canada serait moins élevé si l'adoption de la rémunération à honoraires faisait augmenter le recours aux FNB et aux fonds indiciaires.

permettant de comparer le coût total de détention de titres d'OPC aux États-Unis, au Canada et dans d'autres pays. Ce cadre expose et met en relief l'incidence des différences structurelles entre les secteurs américain et canadien des OPC, notamment celles du régime fiscal applicable aux frais de gestion, les économies d'échelle réalisées dans la distribution des titres d'OPC et la gestion des investissements, et la manière dont les frais sont prélevés pour la prestation de conseils, qui font partie des facteurs expliquant les écarts dans le niveau du coût de détention de titres d'OPC dans les deux pays et rendent difficiles les comparaisons détaillées entre eux. L'analyse tend à démontrer que malgré ces différences, le coût de détention de titres de fonds au Canada pour les clients bénéficiant des services d'un conseiller – qu'il soit rémunéré à la commission ou à honoraires – est comparable au coût moyen de détention payé par l'investisseur américain type qui a choisi de faire appel à un conseiller rémunéré à honoraires. Si l'on exclut l'incidence de la fiscalité canadienne sur les frais de gestion, le coût de détention pondéré en fonction des actifs dans les réseaux de conseillers canadiens est estimé à 2,02 % des actifs investis, contre environ 2 % aux États-Unis.

Selon des données récentes d'Investor Economics, le RFG moyen pondéré en fonction des actifs dans le secteur, pour les fonds à long terme, est passé de 2,01 % en 2004 à 1,95 % en 2015¹⁹⁰. Les réductions que plusieurs gestionnaires de fonds d'investissement ont pratiquées dans leurs frais de gestion sont à l'origine de la majeure partie de ce recul de six points de base du RFG au cours de cette période.

Disponibilité limitée des fonds indiciels à faible coût gérés passivement au Canada.

Les fonds indiciels gérés passivement au Canada comportent les caractéristiques suivantes :

- ils sont assortis de *frais de gestion nettement inférieurs* – habituellement pas plus de 0,50 %, comparativement aux frais de 1,5 % à 2 % généralement rattachés aux fonds d'actions gérés activement;
- ils rapportent des *commissions de suivi nettement inférieures* aux courtiers – habituellement entre 0,10 % et 0,25 %, comparativement à la commission de 1 % généralement rattachée aux fonds d'actions gérés activement.

Les faibles coûts des OPC indiciels gérés passivement donnent à penser que ces fonds sont nettement moins profitables pour les gestionnaires de fonds d'investissement et les courtiers, ce qui réduit l'intérêt d'en concevoir et d'en distribuer¹⁹¹.

En juin 2015, les OPC à faible coût gérés passivement (à l'exclusion des FNB) au Canada ne comptaient que pour 1,5 % du total des actifs gérés des OPC – niveau qui est demeuré pratiquement inchangé depuis dix ans – alors que les 98,5 % restants des actifs des OPC

¹⁹⁰ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, juillet 2016. Investor Economics a examiné le RFG moyen pondéré en fonction des actifs dans le secteur pour les fonds à long terme, ce qui exclut les fonds du marché monétaire, les fonds comportant des honoraires liés au rendement, les fonds comportant des frais de gestion prélevés dans le compte et les fonds de travailleurs.

¹⁹¹ Morningstar Canada examine les raisons pour lesquelles les fonds indiciels n'ont pas connu plus de succès au Canada. Voir C. Davis, « Why hasn't indexing taken root in Canada », *Morningstar Canada*, 23 novembre 2016.

sont gérés activement. À titre comparatif, les OPC gérés passivement représentent 15,3 % du marché américain et 11,2 % du marché britannique¹⁹².

La disponibilité limitée des OPC à faible coût gérés passivement persiste au Canada malgré les nombreuses recherches démontrant que la plupart des fonds gérés activement ont tendance à générer un rendement insuffisant pour justifier le niveau élevé de leurs frais¹⁹³ et à afficher un rendement inférieur à celui des fonds gérés passivement déduction faite des frais¹⁹⁴.

¹⁹² Source : données d'Investor Economics et analyse interne de la CVMO.

¹⁹³ Eugene F. Fama et Kenneth R. French, « Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns », *Journal of Finance*, Vol. 65, 2010, p. 1915-1947 (à la p. 1916, les auteurs indiquent que les éléments probants concernant la valeur des fonds gérés activement sont [TRADUCTION] « décourageants ». Ils démontrent que [TRADUCTION] « peu de fonds gérés activement génèrent un rendement ajusté en fonction d'un indice de référence qui couvre leurs coûts » et que [TRADUCTION] « si de nombreux gestionnaires ont suffisamment de talent pour couvrir leurs coûts, ils sont éclipsés par la masse de ceux qui en manquent ».); Mark Carhart, « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, p. 57-82 (à la p. 80, l'auteur indique que [TRADUCTION] « si les OPC qui se classent dans le décile supérieur couvrent leurs coûts d'investissement, la plupart des fonds ont un rendement négatif à peu près égal à leurs dépenses d'investissement. Les fonds qui se situent dans le décile inférieur, quant à eux, ont un rendement négatif correspondant presque au double de leurs coûts d'investissement déclarés ».); Martin J. Gruber, « Another puzzle: The growth of actively managed mutual funds », *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, p. 783-810 (à la page 789, l'auteur indique que [TRADUCTION] « les OPC [gérés activement] ont un rendement inférieur d'environ 65 points de base par année à une moyenne convenablement pondérée des indices » parce que, même si [TRADUCTION] « la gestion active ajoute de la valeur, les OPC facturent à l'investisseur plus que la valeur ajoutée ».) Nous signalons cependant certaines recherches démontrant que quelques OPC gérés activement affichent un rendement suffisant pour justifier les frais qu'ils exigent, mais que ces fonds sont la minorité et n'ont pas un rendement suffisant pour justifier le fonds géré activement moyen. Par exemple, dans Malcolm Baker et coll., « Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence from Their Trades Prior to Earnings Announcements », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, 2010, p. 1111-1131 (à la p. 1119, les auteurs indiquent que [TRADUCTION] « l'OPC moyen ne semble pas démontrer la capacité de choisir ses titres », mais que certains fonds surpassent le marché); Robert Kosowski et coll., « Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from the Bootstrap Analysis », *Journal of Finance*, Vol. 61, 2006, p. 2551-2595 (à la p. 2553, les auteurs précisent que [TRADUCTION] « bien que la plupart des fonds ne réussissent pas à couvrir leurs dépenses et leurs frais de négociation, un sous-groupe de fonds font preuve de capacités de choix de titres qui compensent largement ces dépenses ».)

¹⁹⁴ Morningstar Canada Research, *Have Active Canadian Equity Fund Managers Earned Their Keep?*, 7 mai 2015 (démontre que les frais accaparent la majeure partie des rendements excédentaires des fonds d'actions canadiens : seulement 18 % des fonds de cette catégorie ont affiché un rendement supérieur aux fonds gérés passivement déduction faite des frais de gestion sur dix ans); Morningstar Manager Research, *Morningstar's Active/Passive Barometer: A new yardstick for an old debate*, juin 2015 (démontre que les fonds gérés activement aux États-Unis ont, en général, affiché un rendement inférieur à celui des fonds gérés passivement, notamment à long terme, et que beaucoup ont disparu (c'est-à-dire qu'ils ont fusionné ou ont été dissous). De plus, le rapport démontre que la disparition de ces fonds est d'ordinaire étroitement liée aux frais dont ils sont assortis (c'est-à-dire que plus les frais sont élevés, plus le fonds risque d'avoir un rendement inférieur à son indice de référence ou d'être dissous ou de fusionner, et que les fonds à faible coût sont plus susceptibles de survivre et ont de meilleures chances de réussite) et que le niveau des frais est important parce qu'il est l'un des seuls indicateurs fiables de réussite); Vanguard Research, Christopher B. Phillips et coll., *The Case for Index-Fund Investing for Canadian Investors*, avril 2015 (démontre que les fonds indiciels à faible coût sont plus susceptibles d'avoir un rendement supérieur aux fonds gérés activement à coûts plus élevés, même si les fonds indiciels ont généralement un rendement inférieur à leur indice de référence); Richard A. Ferri et Alex C. Benke, *A Case for Index Fund Portfolios: Investors holding only index funds have a better chance for success*, juin 2013 (démontre que les portefeuilles diversifiés de fonds indiciels ont constamment un rendement supérieur à celui des portefeuilles de fonds gérés activement — en particulier, si on compare un portefeuille de 10 fonds indiciels à un portefeuille de 10 fonds gérés activement choisis au hasard en utilisant des catégories d'actifs et des facteurs de pondération identiques, le portefeuille de 10 fonds indiciels affiche

On peut généralement observer une tendance similaire dans le cas des FNB. La plupart des FNB canadiens sont gérés passivement (86,2 %) et ne comportent habituellement pas de commissions intégrées¹⁹⁵. La plupart des FNB sont assortis de frais de gestion moins élevés – 88,3 % des FNB canadiens comportent des frais de gestion inférieurs à 0,75 %. Toutefois, les actifs gérés des FNB se sont considérablement accrus au cours des dernières années. En juin 2016, les FNB représentaient 7,3 % du total des actifs gérés des fonds d'investissement. À titre comparatif, les FNB comptaient pour 11,6 % du total des actifs des sociétés de fonds d'investissement aux États-Unis¹⁹⁶.

Les pays où l'on trouve peu de fonds indiciels peuvent connaître une faible concurrence sur les prix.

Une récente étude de Martijn Cremers et ses collaborateurs¹⁹⁷ donne à penser que, dans les pays où l'on trouve peu de fonds explicitement indiciels (c'est-à-dire des fonds d'investissement gérés passivement qui répliquent un indice boursier et sont annoncés comme tels), la concurrence sur les prix est faible et donc les frais plus élevés. L'étude a examiné le rapport entre la gestion indicielle et la gestion active dans le secteur des OPC à l'échelle mondiale. Elle révèle que les fonds gérés activement sont plus actifs et exigent des frais moins élevés s'ils sont confrontés à la concurrence de fonds à faible coût explicitement indiciels. En outre, l'alpha moyen généré par la gestion active est plus élevé dans les pays qui comptent un plus grand nombre de fonds explicitement indiciels et plus faible dans ceux qui comptent plus de fonds non explicitement indiciels¹⁹⁸. Dans l'ensemble, les conclusions de l'étude semblent indiquer que la gestion indicielle explicite accroît la concurrence dans le secteur des OPC. Les auteurs constatent que le Canada compte peu de fonds explicitement indiciels, les FNB et les OPC explicitement indiciels ne représentant en tout que 7 % du marché.

Les fonds dont les titres sont distribués directement au client peuvent avoir de la

un rendement supérieur au portefeuille de fonds gérés activement 90 % du temps sur la période de dix ans allant de 2003 à 2012).

¹⁹⁵ Actuellement, 93 FNB offrent des actions de catégorie avec conseils à l'égard desquelles le gestionnaire de fonds d'investissement paie une commission permanente (habituellement appelée « frais de service ») au courtier. Ces FNB représentent moins de 1 % des actifs gérés des FNB canadiens.

¹⁹⁶ Selon des données d'Investor Economics et du *2016 Investment Company Fact Book*, 56^e édition, Investment Company Institute, https://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf.

¹⁹⁷ Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro P. Matos et Laura T. Stark, « Indexing and Active Fund Management: International Evidence », 1^{er} février 2015, *Journal of Financial Economics, Forthcoming*; Darden Business School Working Paper No. 2558724, 1^{er} février 2015. Sur SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2558724.

¹⁹⁸ Un fonds « non explicitement indiciel » est un fonds d'investissement qui est censé être géré activement, mais qui en réalité suit plus ou moins un indice de référence.

difficulté à livrer concurrence sur un pied d'égalité au Canada.

Les OPC à faible coût dont les titres sont distribués directement au client¹⁹⁹ (c'est-à-dire sans l'intervention d'un courtier tiers) et qui ne versent pas de rémunération à un courtier ne représentent que 2,8 % des actifs gérés au Canada. Les fonds dont les titres sont distribués directement au client ont vu leurs actifs stagner et n'ont enregistré aucune augmentation de leur part de marché au cours des dernières années²⁰⁰. Les gestionnaires de ces fonds ne peuvent compter que sur le rendement et les caractéristiques de leur produit plutôt que sur la rémunération des courtiers pour attirer la clientèle.

Les nouveaux fournisseurs de fonds à faible coût peuvent éprouver de la difficulté à pénétrer le marché canadien.

La faible croissance des fonds dont les titres sont distribués directement au client au Canada peut avoir découragé de nouveaux fournisseurs de fonds à faible coût d'entrer sur le marché canadien. Par exemple, lorsque Vanguard, l'une des plus importantes sociétés américaines d'OPC et de FNB distribués directement au client, est entrée sur le marché canadien des fonds en 2011, elle n'y a lancé que ses FNB et non ses OPC sans commission de suivi largement distribués aux États-Unis. Placements Vanguard Canada Inc. a déclaré que l'obligation de payer pour la distribution était l'entrave à l'accès au marché canadien²⁰¹. Cette affirmation donne à penser que le paiement de commissions de suivi représente essentiellement le « prix d'entrée » au marché canadien et que les fournisseurs de fonds d'investissement à faible coût qui ne paient pas de commissions de suivi ou ne paient que des commissions peu élevées peuvent ne pas avoir accès aux grands réseaux de distribution de fonds. Cette entrave à l'accès empêche la concurrence effective sur les prix dans notre marché.

¹⁹⁹ Seul un petit nombre de sociétés de fonds d'investissement canadiennes distribuent des titres directement au public. Dans ces cas, le gestionnaire de fonds d'investissement ou une partie apparentée est inscrit comme courtier en épargne collective et distribue les titres de ses fonds directement au public.

²⁰⁰ Source : Investor Economics (diverses études)

²⁰¹ Voir la transcription de la table ronde de la CVMO portant sur le Document de discussion et de consultation 81-407, *Les frais des organismes de placement collectif*, 7 juin 2013, ci-dessus, note 2, p. 98 - Question de la commissaire Deborah Leckman à M. Atul Tiwari, directeur général et chef de Placements Vanguard Canada Inc. :

[TRADUCTION] « COMMISSAIRE LECKMAN : Alors, j'ai une dernière question à poser à Atul, et peut-être qu'ensuite d'autres membres du groupe d'experts ou de l'audience voudront lui poser des questions. Votre entreprise s'est installée au Canada et a choisi de n'offrir que des FNB. Pour quelles raisons d'ordre commercial avez-vous choisi de ne pas proposer au Canada vos OPC classiques qui ne comportent pas de commissions de suivi?

M. TIWARI: Bonne question. Eh bien, Vanguard jonglait avec la possibilité d'entrer sur le marché canadien depuis plus d'une vingtaine d'années. À ce qu'on m'a dit, nous en étions à notre septième plan d'affaires. Nous sommes une organisation très prudente et déterminée, c'est le moins qu'on puisse dire. Les entraves à nos plans initiaux avaient toutes à voir avec l'obligation de payer pour la distribution. Vanguard ne paie pas pour la distribution. Donc, compte tenu de la structure du marché canadien, il aurait été extrêmement difficile de nous établir ici avec un plan d'affaires consistant à essayer de distribuer des titres d'OPC sans commission de suivi. »

Enjeu n° 2 : L'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

i. L'absence de transparence des commissions intégrées diminue la connaissance des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs.

Les investisseurs tendent à mieux comprendre les frais « visibles ».

Le rapport du Brondesbury Group concernant l'information sur le rendement et l'information sur les coûts²⁰² révèle ce qui suit :

- les frais que les investisseurs comprennent le mieux semblent être les plus visibles, comme les courtages payés pour l'exécution d'opérations et les frais de tenue de compte, que les deux tiers des investisseurs interrogés comprennent;
- seuls 4 répondants sur 10 disent comprendre les frais d'acquisition reportés;
- seulement un tiers des répondants déclarent comprendre les commissions de suivi;
- seulement la moitié des répondants indiquent avoir discuté des coûts avec leur conseiller.

En règle générale, les investisseurs sont plus susceptibles d'essayer de contrôler les frais transparents.

Une étude réalisée par Brad Barber et ses collaborateurs²⁰³ indique que les investisseurs sont moins susceptibles de contrôler les répercussions des frais payés à partir des actifs des fonds. Les auteurs révèlent que les personnes qui investissent dans des OPC sont plus conscientes des frais initiaux et transparents, comme les frais prélevés à l'acquisition et les commissions directes, que des charges d'exploitation d'un fonds. L'étude analyse les flux d'OPC américains sur une période de 30 ans. Les auteurs constatent que, lorsqu'ils investissent dans des OPC, les investisseurs traitent les frais prélevés à l'acquisition et les charges du fonds différemment. L'étude conclut à une relation négative entre les flux et les frais prélevés à l'acquisition, mais à l'absence de relation entre les charges d'exploitation et les flux. Elle porte à croire que les investisseurs sont plus enclins à tenter de contrôler les frais visibles qu'ils doivent payer directement, mais demeurent passifs à l'égard des frais continus payés à partir des actifs des fonds.

Les investisseurs canadiens ignorent habituellement qu'ils versent des frais au titre de

²⁰² The Brondesbury Group. *Report: Performance Reporting and Cost Disclosure*, rapport établi pour les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 17 septembre 2010, p. 15-16, http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/rpt_20110622_31-103_perfomance-rpt-cost-disclosure.pdf.

²⁰³ Brad M. Barber et coll., « Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows », *The Journal of Business*, Vol. 78, n° 6, 2005, p. 2095 à 2120, <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers%20current%20versions/Out%20of%20Sight.pdf>.

conseils financiers ou n'en connaissent pas le montant.

Selon les conclusions du dernier sondage d'opinion réalisé dans le secteur des fonds par Pollara²⁰⁴ :

- 27 % des investisseurs affirment qu'une partie des commissions facturées dans les OPC sert « certainement » à rémunérer leur conseiller financier, alors que 45 % répondent « Je crois que oui ». Une autre tranche de 21 % des investisseurs ne croient pas qu'ils paient les conseils financiers au moyen de commissions intégrées, tandis que la tranche restante de 10 % répondent qu'ils ne le savent pas;
- 56 % des investisseurs se souviennent que leur conseiller a discuté de sa rémunération la dernière fois qu'ils ont souscrit des titres d'un OPC;
- 62 % des investisseurs se souviennent que leur conseiller a discuté des frais d'OPC, comme les frais prélevés à l'acquisition et les frais d'acquisition reportés;
- 57 % des investisseurs se souviennent que leur conseiller a discuté des RFG.

Selon le rapport intitulé *National Smarter Investor Study*²⁰⁵ publié par la BCSC, 23 % des Canadiens ne connaissent pas le mode de rémunération de leur conseiller. Plus de la moitié (53 %) ne savent pas combien ils lui ont versé au cours des 12 derniers mois.

Une évaluation mystère de la CVMO²⁰⁶ révèle que, tandis que la question des frais associés aux produits a été abordée avec 56 % des investisseurs, celle de la rémunération du conseiller ne l'a été que dans 25 % des cas.

Une étude de PMG Intelligence²⁰⁷ indique ce qui suit :

- les investisseurs sont confus au sujet des frais (s'ils sont communiqués ou non, s'ils les paient ou non, s'ils sont discutés ou non);
- la plupart des investisseurs ne savent pas vraiment combien ils paient pour des conseils ni quels sont les frais qu'ils paient, mais reconnaissent une certaine forme de communication d'information à ce sujet.

Selon un récent sondage réalisé par Tangerine Investments²⁰⁸ :

²⁰⁴ POLLARA Inc. *La perception des investisseurs canadiens quant aux fonds communs de placement et à l'industrie des fonds communs*, 2016, rapport établi pour l'Institut des fonds d'investissement du Canada, <https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2016/09/IFIC-Pollara-Investor-Survey-September-2016-French.pdf/15057/>.

²⁰⁵ BC Securities Commission, note 152, ci-dessus.

²⁰⁶ Avis 31-715 du personnel de la CVMO – *Évaluation mystère sur les conseils en matière de placement*, 17 septembre 2015, http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/d483c130-adad-4e86-8f0f-735050fe7fdc_fr.pdf.

²⁰⁷ PMG Intelligence. *The Value and Price of Advice – A Benchmark Study 2014 Edition*.

²⁰⁸ Tangerine Investments a réalisé un sondage en ligne du 29 juin au 4 juillet 2016 auprès de 1 003 adultes canadiens choisis au hasard, dont les résultats (en anglais seulement) sont accessibles ici :

- bien que la majorité des investisseurs interrogés (89 %) se disent « très bien informés » ou « plutôt informés » au sujet de leurs placements, bon nombre ignorent l'existence des frais connexes – 36 % des investisseurs interrogés affirment ne payer aucuns frais et 11 % ne sont pas certains s'ils en paient ou non;
- des 67 % des investisseurs ayant répondu avoir recours aux services d'un conseiller financier, 24 % affirment ne payer aucuns frais ni aucune commission pour ces services, et 13 % ne sont pas certains s'ils en paient ou non;
- à la question sur leur compréhension de la structure des frais, près de 40 % des investisseurs sachant que des frais sont versés pour les services de leur conseiller répondent qu'elle n'est « pas très élevée » ou qu'ils n'en ont « aucune ».

Un rapport du Brondesbury Group sur les relations avec les conseillers financiers et la prise de décisions par les investisseurs²⁰⁹ révèle que les connaissances des investisseurs relatives aux frais des OPC et aux facteurs qui les influencent, y compris le mode de rémunération de leurs conseillers, sont minimales. En particulier, le rapport fait état de ce qui suit :

- à moins qu'ils ne soient informés des facteurs influant sur le montant des frais qu'ils paient, les investisseurs sont peu susceptibles d'arriver seuls à une conclusion juste; même lorsque tous les frais et les facteurs qui les influencent sont précisés, les investisseurs ont de la difficulté à évaluer les implications de ce qu'ils ont appris;
- seulement le tiers des investisseurs reconnaissent plusieurs modalités de rémunération courantes et le tiers indiquent connaître l'existence des commissions de suivi;
- sur le tiers des répondants qui ont connaissance des commissions de suivi, environ quatre sur dix conviennent que le montant des commissions peut varier en fonction du type d'OPC et de la société d'OPC qui l'offre.

Dans le cadre de cette même étude, on a évalué les connaissances des répondants sur la façon dont les conseillers sont rémunérés en leur présentant cinq énoncés à l'égard desquels ils devaient exprimer leur accord ou leur désaccord. Le pourcentage de répondants qui étaient d'accord était si semblable pour chacun des cinq énoncés que les auteurs en sont arrivés à la conclusion suivante : « Les résultats montrent que les investisseurs n'ont qu'une vague idée, voire aucune idée, de la façon dont les conseillers sont payés »²¹⁰.

Les coûts ne comptent pas significativement dans les prises de décision des

<http://www.newswire.ca/news-releases/many-canadian-investors-unaware-of-fees-theyre-paying-to-invest-586603691.html>.

²⁰⁹ The Brondesbury Group. *Comportement et convictions des investisseurs : Étude sur les relations avec les conseillers financiers et la prise de décisions par les investisseurs*, rapport établi pour le Fonds pour l'éducation des investisseurs, 2012, <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/fr/research/Our-research/Documents/2012-Comportement-et-convictions-des-investisseurs.pdf>.

²¹⁰ *Ibid.*, p. 25.

investisseurs.

Selon le même rapport du Brondesbury Group sur les relations avec les conseillers financiers et la prise de décisions par les investisseurs²¹¹, les coûts ne comptent pas significativement dans les prises de décision des investisseurs, principalement en raison de leur manque de connaissance ou de compréhension des frais des fonds, comme il est exposé ci-dessus. Le coût d'achat est un facteur pour seulement deux investisseurs sur dix, mais il ne constitue presque jamais un facteur décisif. Il en est de même pour les frais de gestion. Les coûts peuvent constituer un facteur dissuasif à l'achat pour un investisseur sur six.

L'étude révèle également que, pour prendre leur décision d'investissement, la plupart des investisseurs ne tiennent pas compte des renseignements figurant dans les documents d'information sur le fonds, préférant plutôt s'en remettre à leur conseiller. Pour huit investisseurs sur dix, l'opinion du conseiller l'emporte sur toutes les autres sources en tant que facteur dans les décisions. Les investisseurs font confiance à leur conseiller pour leur fournir des conseils qui profitent avant tout au client.

ii. Les commissions intégrées ajoutent de la complexité aux frais des fonds, ce qui empêche les investisseurs de les comprendre.

La rémunération intégrée des courtiers entraîne la multiplication des séries de fonds, qui ajoutent de la complexité aux frais des fonds.

Au cours des dernières années, la structure de frais des fonds a gagné en complexité en raison du nombre croissant de séries de fonds proposées, chacune comportant des frais différents. Les nombreuses séries actuellement offertes pour la plupart des fonds ont donné lieu à une « soupe à l'alphabet » de séries de fonds²¹², qui peut dérouter les investisseurs et dépasser leur capacité de bien comprendre les frais qui s'appliquent à leur investissement.

Habituellement, les OPC offrent diverses séries de titres, qui peuvent être conçues aux fins suivantes :

- ii. des types particuliers de modèles d'entreprise de courtiers et les investisseurs à qui ils offrent des services (par exemple, investisseurs individuels, fortunés ou institutionnels, ou courtage à honoraires ou à rabais pour les investisseurs indépendants);
- iii. une fin particulière (par exemple, des séries couvertes ou assorties d'avantages fiscaux avec distributions fixes incluant une partie de remboursement de capital).

Certains gestionnaires de fonds d'investissement canadiens peuvent offrir plus de 30 séries de fonds différentes. Chaque série est désignée par une lettre différente, mais aucune norme

²¹¹ *Ibid.*

²¹² Les articles suivants traitent de la complexité de la soupe à l'alphabet des séries d'OPC canadiens. John Heinzl, « What do all those letters mean after mutual fund names? », *Globe and Mail*, 16 août 2013, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-and-etfs/funds/what-the-f-the-abc-of-mutual-funds/article13816786/>; Bryan Borzykowski, « Decoding the mutual fund alphabet soup », *Money Sense*, 16 août 2012, <http://www.moneysense.ca/save/investing/mutual-funds/decoding-the-mutual-fund-alphabet-soup/>.

officielle ne régit la façon de les désigner par des lettres, chacune pouvant :

- comporter différents critères d'admissibilité (des seuils d'investissement précis, par exemple);
- comporter différents frais de gestion (habituellement, plus le seuil d'investissement est élevé, moins les frais de gestion le sont);
- être distribuées selon diverses options de frais d'acquisition (frais prélevés à l'acquisition, frais d'acquisition réduits, frais d'acquisition reportés, à honoraires, aucuns frais d'acquisition);
- offrir différents types de rémunération (commissions de suivi et autres commissions intégrées) au courtier.

À la fin de juin 2016, en tenant compte des options de souscription sous-jacentes, on dénombrait au Canada 39 848 séries d'OPC et combinaisons d'options de souscription²¹³ dans lesquelles 1,3 billion de dollars²¹⁴ étaient investis au total.

Ce qui ajoute à la complexité, c'est que les commissions de suivi payables au titre de diverses séries de fonds peuvent varier selon les facteurs suivants :

- le gestionnaire de fonds d'investissement – les commissions peuvent différer entre des fonds et des séries de fonds similaires gérés par différents gestionnaires de fonds d'investissement, c'est-à-dire que certains gestionnaires peuvent verser des commissions plus ou moins élevées que d'autres;
- la catégorie d'actifs du fonds – généralement, les fonds d'actions comportent les commissions les plus élevées, les fonds à revenu, des commissions moins élevées et les fonds du marché monétaire, les commissions les moins élevées;
- la principale stratégie d'investissement – habituellement, les commissions des fonds gérés activement sont plus élevées et celles des fonds gérés passivement, moins élevées;
- l'option de souscription choisie – les commissions sont habituellement plus élevées pour les investissements effectués selon les options avec frais prélevés à l'acquisition et avec frais d'acquisition réduits, et moins élevées pour ceux qui sont effectués selon l'option avec frais d'acquisition reportés;
- la durée de détention du placement – par exemple, les commissions peuvent :
 - dans certains cas, augmenter chaque année au cours de laquelle l'investisseur

²¹³ Source : FundSERV – OPC et produits intégrés. À titre de comparaison, à la fin de juin 2016, on dénombrait aux États-Unis 32 555 séries d'OPC et combinaisons d'options de souscription uniques (source : Morningstar Direct) dans lesquelles 15,9 billions de dollars américains étaient investis au total (source : Investment Company Institute).

²¹⁴ Source : Investor Economics.

détient son placement, pour atteindre un maximum déterminé après un certain nombre d'années;

- lorsque le placement a été fait selon l'option avec frais d'acquisition reportés, doubler à l'expiration de la période fixée pour le rachat (période de six ans en moyenne).

L'investisseur qui choisit les mauvaises séries de fonds peut devoir assumer des frais en excès.

La complexité des frais engendrée par la pléthore de séries proposées oblige les courtiers à maintenir des systèmes rigoureux de contrôle et de supervision pour veiller à ce que les actifs des investisseurs soient placés dans les séries de fonds qui leur conviennent. En l'absence de tels systèmes, les investisseurs pourraient investir dans la mauvaise série de fonds et, en conséquence, payer des frais excessifs. Dans de récents règlements à l'amiable sans contestation²¹⁵, le personnel de la CVMO soutient qu'à cause de lacunes dans les systèmes de contrôle et de supervision faisant partie des systèmes de conformité de certains courtiers, les actifs de certains clients n'ont pas été investis ou transférés dans des séries de fonds comportant des frais moins élevés auxquelles ils étaient admissibles (après avoir atteint le seuil d'investissement minimal pour pouvoir y investir). Le personnel de la CVMO affirme également qu'en raison de ces lacunes, certains clients ont payé des frais de gestion en excès. Ces règlements à l'amiable ont été conclus après une déclaration volontaire des courtiers à la CVMO. Dans le cadre des règlements, les courtiers se sont engagés à verser un dédommagement aux clients lésés, anciens et actuels.

En général, la communication d'information n'aide pas les investisseurs à déterminer les meilleures séries de fonds en fonction de la rémunération.

L'étude du Brondesbury Group sur les frais des OPC²¹⁶ révèle ce qui suit :

- la plupart des investisseurs sont incapables de comprendre et d'évaluer différentes formes de rémunération; il leur est impossible d'effectuer l'évaluation économique en raison de la complexité des calculs et de la difficulté de choisir les bonnes hypothèses sous-jacentes, ni d'évaluer la possibilité que les mécanismes de rémunération entraînent des conflits d'intérêts dans les conseils que leur donnent les conseillers;
- dans un contexte de rémunération à la commission, l'information n'aide pas les investisseurs à déterminer le meilleur conseiller ou les meilleures séries de fonds en

²¹⁵ Voir les règlements à l'amiable sans contestation dans les affaires *TD Waterhouse Private Investment Counsel Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/en/Proceedings_set_20141113_td-waterhouse-private-investment.htm), *Quadrus Investment Services Ltd.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20151106_quadrus.pdf), *Scotia Capital Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20160725_scotia-capital.pdf), *CIBC World Markets Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20161024_cibc.pdf) et *BMO Nesbitt Burns Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20161209_bmo.pdf).

²¹⁶ The Brondesbury Group, note 3, ci-dessus, p. 46-48.

fonction de la rémunération, de sorte que le conseiller proposera les séries de fonds qui lui sont avantageuses.

La complexité des frais des fonds peut dissuader les investisseurs de poser des questions sur la rémunération des courtiers – les investisseurs sont convaincus que la rémunération est juste et raisonnable.

Selon le rapport intitulé *National Smarter Investor Study* publié par la BCSC²¹⁷ :

- la complexité des frais des fonds intimide les investisseurs et les dissuade de poser des questions sur la rémunération de leur courtier ou de leur représentant. En particulier, l'étude montre que 23 % des Canadiens ne se sont jamais enquis auprès de leur conseiller des frais qu'ils versaient; de ces personnes, 37 % affirment qu'ils poseraient des questions plus souvent au sujet de la rémunération s'ils comprenaient mieux le fonctionnement des frais et des commissions des conseillers;
- la confiance est la raison principale pour laquelle les Canadiens qui investissent par l'intermédiaire d'un conseiller ne se renseignent pas plus souvent au sujet de la rémunération – 72 % d'entre eux sont certains que la rémunération est juste et raisonnable.

La complexité de la tarification des fonds peut accroître la dépendance des investisseurs envers les conseils des courtiers ou des représentants.

Dans son rapport d'étude, Kathryn Judge avance que la complexité des produits financiers est délibérée, de manière à ce que les investisseurs se fient aux intermédiaires pour prendre leurs décisions d'investissement et à garantir aux intermédiaires des rendements à long terme. Elle indique qu'un surcroît de complexité peut augmenter la dépendance de l'investisseur envers les conseils et les autres services d'un intermédiaire. Cette complexité accroît la probabilité que l'investisseur continue de recourir aux services de l'intermédiaire dans l'avenir, augmentant les rendements à long terme attendus par ce dernier. La complexité peut également rendre plus difficile pour les parties concernées de voir l'ensemble des frais gagnés par l'intermédiaire relativement à une opération donnée. Si la transparence influe sur la volonté d'un investisseur de réclamer des frais moins élevés, les intermédiaires préféreront peut-être les opérations et les structures de marché moins transparentes et, dès lors, plus complexes²¹⁸.

Les fournisseurs de produits financiers destinés aux investisseurs individuels peuvent faire une utilisation stratégique de la complexité des prix pour limiter la connaissance de ces frais.

L'étude de Bruce Ian Carlin²¹⁹ indique que les fournisseurs de produits financiers destinés aux investisseurs individuels complexifient stratégiquement les prix de leurs produits pour

²¹⁷ BC Securities Commission, note 152, ci-dessus.

²¹⁸ Kathryn Judge, note 185, ci-dessus, p. 627.

²¹⁹ Bruce Ian Carlin, note 186, ci-dessus, p. 4.

maintenir leur méconnaissance chez les consommateurs, de manière à préserver la capacité des fournisseurs de gagner un pouvoir de marché et de réaliser des profits. Cette complexité finit par étouffer la concurrence, malgré le grand nombre de sociétés qui évoluent sur ces marchés. L'auteur constate que l'intensification de la concurrence entraîne toujours la complexification du marché. Lorsque plus de sociétés se disputent des parts de marché, la probabilité qu'elles reçoivent des demandes de la part des consommateurs avertis diminue. Pour maximiser les profits attendus, elles ont tendance à accroître la complexité afin d'optimiser les revenus provenant des consommateurs non éclairés. Face à une complexité et une charge cognitive accrues, les consommateurs ont plus de difficulté à s'informer. Si une grande proportion d'entre eux demeurent mal informés alors qu'un grand nombre de sociétés sont actives sur le marché, les prix augmentent.

iii. Le fait que la rémunération des courtiers est intégrée dans le produit restreint la capacité de l'investisseur de contrôler directement ce coût et son effet sur les résultats de son investissement.

Le prélèvement de la rémunération des courtiers au niveau du fonds peut entraîner l'interfinancement.

Lorsqu'on intègre les coûts de la rémunération des courtiers dans les frais de gestion facturés à un OPC au lieu de facturer et de prélever la rémunération au niveau du compte, certains investisseurs peuvent se trouver à subventionner le coût de certaines commissions ou d'autres services qui ne sont pas attribuables à leur propre investissement dans l'OPC. L'interfinancement des coûts de la rémunération des courtiers pourrait conduire à ce que certains investisseurs payent indirectement des frais excessifs sur lesquels ils n'ont pas de prise.

Le financement, par les investisseurs payant des frais prélevés à l'acquisition, des frais de distribution attribuables aux investisseurs qui souscrivent des titres selon l'option avec frais d'acquisition reportés est un exemple d'un tel interfinancement. En particulier, les gestionnaires de fonds d'investissement peuvent affecter une partie des frais de gestion qu'ils gagnent à l'égard d'un fonds au paiement de commissions d'acquisition aux courtiers qui distribuent des titres selon l'option avec frais d'acquisition reportés²²⁰. Le coût de ces commissions intégrées est attribué au fonds dans son ensemble et, par conséquent, à tous ses investisseurs, quelle que soit leur option de souscription. En conséquence, même si ces coûts sont propres à l'option avec frais d'acquisition reportés, les investisseurs qui souscrivent des titres selon l'option avec frais prélevés à l'acquisition (selon laquelle les investisseurs pourraient déjà avoir versé des frais d'acquisition directement à leur courtier ou à leur représentant au moment de la souscription) paient les mêmes frais de gestion « élevés » que ceux qui souscrivent des titres selon l'option avec frais d'acquisition reportés et, par conséquent, se trouvent à les subventionner.

Très peu de gestionnaires de fonds d'investissement canadiens se sont attaqués à ce type d'interfinancement en offrant une série ou une catégorie différente pour chaque option de souscription, chaque série étant assortie de frais de gestion reflétant les coûts associés spécifiquement à l'option visée. Dans ces cas, les frais de gestion de la série avec frais

²²⁰ Voir la note 6 pour une description de l'option de souscription avec frais d'acquisition reportés.

prélevés à l'acquisition sont habituellement de 15 points de base inférieurs à ceux de la série avec frais d'acquisition reportés.

Nous faisons remarquer qu'aux États-Unis, les titres d'OPC sont offerts en catégories distinctes pour chaque option de souscription. La catégorie d'actions A correspond à l'option de souscription avec frais prélevés à l'acquisition et la catégorie B, à l'option avec frais d'acquisition reportés. Les frais liés à la catégorie d'actions B sont généralement de 0,60 % à 0,75 % plus élevés chaque année que ceux de la catégorie A²²¹.

Les séries à rabais pour les investisseurs indépendants ne sont pas largement offertes.

Certains gestionnaires de fonds d'investissement offrent aux investisseurs indépendants une série à rabais (la « série D », par exemple) de leurs fonds, dont les frais de gestion peu élevés reflètent une commission de suivi intégrée réduite, normalement d'au plus 0,25 %. Toutefois, ils offrent habituellement cette série à rabais uniquement pour certains de leurs fonds²²², et ils en limitent l'accès. En général, les séries à rabais ne sont offertes qu'en ligne, par l'intermédiaire de certains courtiers exécutants. Les données du secteur révèlent ce qui suit :

- seulement 1 % des actifs d'OPC canadiens sont détenus dans des séries à rabais pour investisseurs indépendants²²³;
- la majorité (environ 84 %)²²⁴ des actifs d'OPC détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants demeurent investis dans les séries de fonds ordinaires pour investisseurs individuels comportant des commissions de suivi intégrales et sans réduction versées au courtier exécutant.

L'option de la rémunération à honoraires n'est pas un véritable choix pour tous les

²²¹ On observe cet écart à la lecture de l'information sur les frais présentée dans les prospectus d'OPC américains. Voir aussi FINRA Investor Alert, « Class B Mutual Fund Shares: Do They Make the Grade? », <http://www.finra.org/investors/alerts/class-b-mutual-fund-shares-do-they-make-grade>.

²²² En février 2016, 17 gestionnaires de fonds d'investissement offraient au moins une série de fonds à rabais pour les investisseurs indépendants sur un total de 439 fonds. Source : Morningstar Direct, SEDAR, février 2016.

²²³ En septembre 2015, les actifs des séries d'OPC à rabais pour investisseurs indépendants totalisaient 12,053 milliards de dollars, en hausse comparativement à 11 milliards de dollars en décembre 2011, tous ces actifs n'étant cependant pas détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants. La somme de 12 milliards de dollars comprend un montant estimatif d'actifs de série D d'OPC de 4,6 milliards de dollars détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants, ainsi que d'autres séries similaires à rabais pour investisseurs indépendants distribuées directement par le gestionnaire de fonds d'investissement. Source : Investor Economics.

²²⁴ En septembre 2015, des actifs d'OPC totalisant 29,585 milliards de dollars étaient détenus dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants. Investor Economics estime que seul un montant de 4,6 milliards de dollars en actifs de séries de fonds à rabais pour investisseurs indépendants était réellement détenu dans des comptes de courtiers en ligne et de courtiers exécutants. Cela laisse supposer que, sur ces actifs d'OPC totalisant 29,585 milliards de dollars, des actifs de 25 milliards de dollars demeurent investis dans les séries de fonds ordinaires pour investisseurs individuels comportant des commissions de suivi intégrales. Source : Investor Economics.

investisseurs.

De nombreux gestionnaires de fonds d'investissement offrent aux investisseurs une série à honoraires (la « série F », par exemple) dans le cadre de mécanismes de rémunération à honoraires conclus avec le courtier ou le représentant dont les frais de gestion réduits reflètent l'absence de commissions de suivi intégrées. L'investisseur paie plutôt le courtier directement pour des services-conseils rendus relativement à son compte.

Bien que la plupart des gestionnaires de fonds d'investissement offrent une série à honoraires de leurs fonds dont le seuil d'investissement minimal est relativement bas, les investisseurs ne peuvent pas tous y avoir accès, pour les raisons suivantes :

- pour que les investisseurs puissent participer à un programme de rémunération à honoraires, les courtiers exigent souvent un compte à solde élevé (250 000 \$ et plus);
- les courtiers et les représentants ne fonctionnent pas tous selon un modèle de rémunération à honoraires; ils sont nombreux (particulièrement ceux du réseau de l'ACFM) à n'exercer leurs activités qu'à la commission, de sorte qu'ils n'offrent pas la série à honoraires à leurs clients; leur liste de produits ne comprend que la série de fonds à rémunération intégrée.

À la fin de 2013, les séries de fonds à honoraires ne représentaient que 40 milliards de dollars ou 4 % des actifs du secteur des fonds. Bien que, au cours de la période de cinq ans terminée en 2015, les actifs des séries à honoraires aient augmenté de beaucoup, soit de 248 %, à la fin de 2015, ils ne représentaient néanmoins que 69 milliards de dollars ou 6 % des actifs du secteur des fonds²²⁵.

La distribution directe de fonds au client n'est pas largement accessible.

Ainsi qu'il est exposé ci-dessus, seuls quelques gestionnaires de fonds d'investissement au Canada offrent des titres d'OPC à faible coût en « distribution directe au client ». Ces OPC facturent des frais de gestion peu élevés qui reflètent l'absence de commissions de suivi intégrées. Ils imposent normalement des seuils d'investissement minimal de 10 000 \$ ou plus, ce qui signifie qu'ils peuvent ne pas être accessibles pour bon nombre d'investisseurs individuels. Les titres d'OPC en « distribution directe au client » ne composent que 2,8 % des actifs gérés au Canada²²⁶.

L'absence ou l'inaccessibilité de ces options pour de nombreux investisseurs canadiens permet aux commissions intégrées de prédominer et, au final, limite la capacité des investisseurs de contrôler l'incidence de ce type de frais sur les résultats de leur investissement.

²²⁵ Source : Investor Economics.

²²⁶ Voir les notes 199 et 200 ci-dessus et l'exposé connexe sous l'Enjeu n° 1.

Enjeu n° 3: Les commissions intégrées qui sont payées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs.

i. Les investisseurs ne bénéficient pas de conseils continus correspondant aux commissions de suivi qu'ils paient.

Absence de règles exigeant des services continus précis.

Il est habituellement stipulé dans l'aperçu du fonds des OPC que la commission de suivi se rattache aux services et aux conseils que le courtier et son représentant fournissent à l'investisseur.

Cependant, à l'heure actuelle, aucun règlement sur les valeurs mobilières ne prescrit et aucune indication n'énonce les services précis que le conseiller est censé fournir en contrepartie de la commission de suivi. En vertu du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**), les courtiers et les représentants sont tenus de fournir certains services au moment de l'opération visée (par exemple, évaluation de la convenance au client, connaissance du client), mais ne sont pas obligés de fournir des conseils continus sur le portefeuille du client.

Le paiement des commissions de suivi sert en bonne partie à appuyer l'exploitation et les activités de distribution des courtiers.

Les mémoires présentés par des participants au secteur des fonds en réponse au document de consultation initial indiquent que les commissions de suivi servent en bonne partie à appuyer l'exploitation des courtiers et à rémunérer le conseiller pour le travail effectué au moment de l'investissement initial plutôt que pour la prestation continue de conseils pendant la durée de l'investissement.

Dans un mémoire daté du 12 avril 2013, l'IFIC soutient que le gros des paiements de commissions de suivi sert à appuyer l'exploitation des courtiers. À la page 3 de son mémoire, l'IFIC déclare ce qui suit :

[TRADUCTION] « *La première idée fautive se trouve dans le thème sous-jacent du document de consultation selon lequel les commissions de suivi servent exclusivement à la rémunération des conseillers. En réalité, elles sont versées au courtier pour couvrir également une foule de fonctions et de services réglementaires et de supervision. Le courtier peut en conserver la moitié ou plus pour couvrir, par exemple, la surveillance de niveau 1 et 2 et les systèmes de soutien connexes, les droits réglementaires, y compris ceux servant à financer les OAR, l'OSBI et les commissions de valeurs mobilières, le traitement des plaintes des clients, les obligations des conseillers en matière d'enquête et de mise en application, les obligations générales de conformité imposées par les OAR, l'OSBI et les commissions de valeurs mobilières, la fourniture de rapports aux clients, le contrôle diligent des produits, etc.* ».

Dans son mémoire daté du 12 avril 2013, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (l'**ACCVM**) indique de même que les commissions de suivi servent à

financer le coût d'une multitude d'autres services que la prestation de conseils en matière d'investissement, dont bon nombre peuvent être offerts aussi bien par des courtiers exécutants que par des courtiers de plein exercice. À la page 5 de son mémoire, l'ACCVM indique ce qui suit :

[TRADUCTION] « Voici quelques-uns des services continus financés par les commissions de suivi qui sont offerts par les courtiers en placement (bon nombre concernent aussi bien les courtiers exécutants que les courtiers de plein exercice) :

- Impression et expédition par la poste des documents d'information (prospectus, aperçu du fonds ou autres communications aux actionnaires, y compris les documents de procuration).
- Traitement des opérations sur titres et des distributions (étant donné que les titres d'OPC qu'ils détiennent sont généralement immatriculés au nom d'un prête-nom, les courtiers en placement ont la responsabilité de mettre à jour les dossiers des comptes de clients pour tenir compte, par exemple, de la réorganisation d'un OPC, du paiement d'intérêts aux clients ou du versement de dividendes).
- L'établissement et la transmission de renseignements fiscaux, tels que les résumés d'opérations annuels, et, dans certains cas, les formulaires fiscaux T3 et T5013.
- L'offre de la plus vaste sélection possible d'OPC provenant de multiples familles de fonds (ce qui oblige le courtier ou le conseiller à procéder à un contrôle diligent complet des produits et à réunir les documents juridiques au préalable).
- Services de garde.
- Surveillance des exigences de marge du portefeuille.
- Compensation et règlement des achats et des ventes par l'intermédiaire de FundSERV ou de la CDS.

Les services énumérés ci-dessus devraient être pris en compte pour ce qui est de l'importance des commissions de suivi pour les conseillers et leur entreprise. »

Dans leur mémoire daté du 12 avril 2013, des représentants du Groupe Investors affirment que les commissions de suivi servent à payer les coûts de distribution et divers autres coûts qui incombent aux courtiers, et non pas seulement la prestation de services continus par les courtiers et leurs représentants. À la page 4 de son mémoire, le Groupe Investors indique ce qui suit :

[TRADUCTION] « Ce projet [lier les commissions de suivi à la prestation de services précis par les conseillers] découle de l'idée fautive que 100 % des commissions de suivi sont payées en contrepartie de la prestation de services continus par les conseillers. En fait, il s'agit d'une rémunération versée au courtier relativement à la distribution des produits financiers qui constitue généralement la seule source de revenus des courtiers en épargne collective. Ce revenu couvre de nombreux coûts assumés par les courtiers, notamment pour la surveillance, les fonctions administratives, la production des relevés des clients, les assurances et des dépenses similaires (dont, soulignons-le, bon nombre ont augmenté en conséquence des exigences réglementaires récentes), en plus du coût de la rémunération des

conseillers. Le courtier, et non la société d'OPC, établit le niveau de services offert par ses conseillers.

Sur la moyenne, pour le secteur, des deux tiers des commissions de suivi réellement versés aux conseillers par le courtier, il y a deux aspects à considérer. Premièrement, les commissions représentent une rémunération différée versée aux conseillers pour les conseils donnés aux clients au moment de l'investissement initial. Deuxièmement, ces paiements servent à rémunérer les conseillers pour la prestation de services continus aux clients. Par conséquent, les services que les conseillers fournissent aux investisseurs varient en fonction d'un certain nombre de facteurs, dont la taille du portefeuille et les besoins particuliers du client, y compris la fréquence souhaitée des communications et des mises à jour. »

Selon un document de l'IFIC²²⁷, « [e]n moyenne, 0,78 % des actifs investis dans des fonds à long terme est versé annuellement par le fonds au courtier, environ deux tiers de ce montant pouvant revenir au représentant pour ses services de conseil et le solde étant conservé par le courtier pour payer les services administratifs, de conformité et de veille réglementaire. »

Commissions de suivi différentes selon le gestionnaire de fonds d'investissement, le type de fonds et l'option de souscription.

Comme il est expliqué ci-dessus, les commissions de suivi peuvent varier selon le gestionnaire de fonds d'investissement et varient généralement aussi en fonction de la catégorie d'actifs du fonds et de l'option de souscription choisie²²⁸. Il ne semble pas y avoir de différences dans les services, malgré les différences dans les frais. Par exemple, les commissions de suivi sont généralement élevées pour les fonds d'actions et basses pour les fonds à revenu fixe, mais rien n'indique que l'investisseur qui souscrit des titres d'un fonds d'actions bénéficierait de plus de services et de conseils que s'il investissait dans les titres d'un fonds à revenu fixe.

Commissions de suivi élevées pour les conseils tout faits.

La plupart des gestionnaires de fonds d'investissement offrent des fonds de fonds, soit des OPC qui investissent dans d'autres fonds, généralement un portefeuille de fonds exclusifs. Il s'agit de portefeuilles d'OPC tout faits qui dispensent les courtiers et les représentants de sélectionner les OPC et de répartir les actifs comme on s'attendrait par ailleurs qu'ils le fassent eux-mêmes pour leurs clients. Ces fonds de fonds sont certes efficaces pour les conseillers, mais les investisseurs n'en profitent pas au bout du compte, car les commissions de suivi payables sont identiques voire supérieures à celles des OPC d'actions

²²⁷ Institut des fonds d'investissement du Canada, *Paiement des conseils – L'importance des options proposées*, août 2014, p. 4.

²²⁸ Les commissions de suivi sont plus élevées pour les fonds d'actions et les fonds équilibrés (généralement 1 %) que pour les fonds à revenu fixe (généralement 0,50 %) et les fonds du marché monétaire (généralement 0,25 %). Elles sont également plus élevées pour les investissements effectués selon l'option avec frais prélevés à l'acquisition (généralement 1 %) que pour ceux effectués selon l'option avec frais d'acquisition reportés (généralement 0,50 %).

autonomes²²⁹. Par conséquent, les conseillers qui distribuent des fonds de fonds reçoivent, semble-t-il, une rémunération supérieure en contrepartie de services et de conseils moindres. La rémunération avantageuse des courtiers sur les fonds de fonds pourrait expliquer pourquoi ce produit compte pour le gros des ventes nettes. Selon les données de l'IFIC, pour la période de six ans terminée en décembre 2015, les ventes nettes de fonds de fonds ont totalisé 191 milliards de dollars, contre 32 milliards pour les fonds autonomes classiques. Ils sont devenus le produit d'investissement dominant dans le secteur canadien des fonds.

Les investisseurs indépendants peuvent payer des commissions de suivi intégrales dans le réseau des courtiers exécutants.

Comme nous l'avons vu ci-dessus relativement à l'Enjeu n° 2, ce ne sont pas tous les gestionnaires de fonds d'investissement qui offrent une série à rabais de leurs fonds pour les investisseurs indépendants (par exemple, la série D, qui comporte une commission de suivi réduite s'élevant à 0,25 % ou moins), ni tous les courtiers exécutants qui choisissent d'offrir ces séries lorsqu'elles sont disponibles. Ces séries ne peuvent être achetées que par l'entremise de certains courtiers exécutants. Les gestionnaires de fonds d'investissement qui n'en offrent pas offrent généralement leurs séries ordinaires dans le réseau des courtiers exécutants. Ces séries rapportent à ces derniers des commissions de suivi non réduites intégrales de 1 % pour des services d'exécution d'ordres.

ii. Le coût des conseils fournis moyennant des commissions intégrées peut excéder les avantages qu'ils procurent aux investisseurs.

Il se pourrait que les investisseurs ne tirent aucun avantage financier compensatoire du paiement des commissions de suivi.

Plusieurs études démontrent que les investisseurs ne tirent presque pas d'avantages financiers compensatoires du paiement de frais de distribution, y compris les commissions de suivi. On consultera les études réalisées par l'Executive Office of the President of the United States²³⁰, John Chalmers et ses collaborateurs²³¹, Stephen Foerster et ses collaborateurs²³² et Daniel Bergstresser et ses collaborateurs²³³ abordées dans le contexte de l'Enjeu n° 1 – ii. *Les commissions intégrées peuvent encourager les courtiers et les représentants à faire des recommandations d'investissement partiales qui pourraient nuire à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur.* Globalement, ces études démontrent ce qui suit :

- les investisseurs qui reçoivent des conseils conflictuels pour lesquels ils paient des commissions intégrées obtiennent généralement des rendements inférieurs à ceux

²²⁹ Voir les données sur les fonds de fonds à la figure 10 du document de consultation initial. Les fonds de fonds sont des produits très en demande qui comptent pour près de la moitié des actifs d'OPC gérés à long terme.

²³⁰ Voir l'étude réalisée par l'Executive Office of the President of the United States, note 178, ci-dessus.

²³¹ John Chalmers et coll., note 179, ci-dessus.

²³² Stephen Foerster et coll., note 181, ci-dessus.

²³³ Daniel Bergstresser et coll., note 183, ci-dessus.

des investisseurs qui ne bénéficient pas de conseils ou des indices passifs;

- les courtiers et les représentants prélèvent plus d'honoraires et de commissions que la valeur monétaire que leurs conseils en matière d'investissement peuvent ajouter au compte.

Toutefois, les recherches suivantes expriment un point de vue contraire quant à la valeur des conseils :

- Selon une étude économétrique réalisée par le Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO)²³⁴, en moyenne, les investisseurs bénéficiant de conseils accumulent beaucoup plus d'actifs financiers que les investisseurs ne bénéficiant de conseils ayant des caractéristiques socioéconomiques similaires. L'avantage des conseils financiers augmente en fonction de la durée de la période pendant laquelle les ménages reçoivent des conseils : au terme d'une période de quatre à six ans, les ménages bénéficiant de conseils ont accumulé 1,58 fois la somme accumulée par les ménages n'en bénéficiant pas; après 15 ans, la différence passe à 2,73 fois. Cette différence dans les actifs financiers s'explique surtout par le taux d'épargne plus élevé des ménages et l'affectation de sommes plus élevées aux investissements hors trésorerie, et non par des rendements plus élevés qui seraient attribuables aux compétences des conseillers.
- Selon un article publié par la School of Public Policy de l'Université de Calgary²³⁵, les commissions intégrées favorisent l'abordabilité et l'accessibilité des conseils, ce qui entraîne une plus grande accumulation de patrimoine personnel et contribue positivement à l'état de préparation à la retraite des ménages canadiens, et, en définitive, à l'économie. Se fondant sur une analyse de recherches universitaires, gouvernementales, réglementaires et sectorielles, y compris l'étude de CIRANO susmentionnée, l'auteur soutient que l'abandon des commissions intégrées nuirait aux investisseurs moins aisés qui pourraient ne pas vouloir ou pouvoir payer les conseils à l'acquisition, ce qui créerait une carence en matière de conseils et représenterait un important recul pour l'épargne-retraite au Canada et la qualité de

²³⁴ Claude Montmarquette et coll., *Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor*, CIRANO, juillet 2012, <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2012RP-17.pdf>. L'un des auteurs, Claude Montmarquette, a ultérieurement admis qu'un biais du survivant teinte l'étude et qu'il aimerait que soit réalisée une étude longitudinale plus approfondie suivant de près le rendement obtenu par un groupe d'investisseurs bénéficiant de conseils par rapport à celui obtenu par un groupe d'investisseurs n'en bénéficiant pas sur une longue période. Voir l'article intitulé « Financial Industry overselling value of financial advice », *The Globe and Mail*, 15 novembre 2012; <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/personal-finance/household-finances/financial-industry-overselling-value-of-financial-advice/article5360796/>. L'étude n'établit pas de relation de cause à effet entre le paiement de commissions de suivi et l'accumulation de patrimoine étant donné qu'elle ne précise pas si les participants ont reçu des conseils en contrepartie de commissions de suivi ou d'autres mécanismes de rémunération. De plus, elle ne tient pas compte, dans ses conclusions, des passifs que les participants pourraient avoir assumés en conséquence des conseils financiers, ce qui pourrait annuler le patrimoine accumulé.

²³⁵ Pierre Lortie, « A Major Setback for Retirement Savings: Changing How Financial Advisers Are Compensated Could Hurt Less-Than-Wealthy Investors Most », *University of Calgary School of Public Policy Research Papers*, vol. 9, numéro 13, avril 2016, <https://www.policyschool.ca/wp-content/uploads/2016/05/financial-advice-lortie.pdf>.

vie des Canadiens retraités.

- Selon le dernier sondage d'opinion réalisé par Pollara dans le secteur des fonds²³⁶, les investisseurs considèrent que les conseils qu'ils reçoivent leur sont utiles. Plus précisément, 95 % des répondants font confiance à leur conseiller pour leur donner de bons conseils et 88 % conviennent qu'ils obtiennent de meilleurs rendements grâce aux conseils. Quatre-vingt-deux pour cent affirment que leur conseiller les a aidés à prendre de meilleures habitudes d'épargne et d'investissement et 91 % disent en avoir pour leur argent.
- Selon une étude de Placements Vanguard Canada Inc.²³⁷, un conseiller peut théoriquement accroître d'environ 3 % le rendement net de ses clients lorsqu'il applique l'alpha du conseiller de Vanguard, cadre de gestion du patrimoine axé sur les cinq principes suivants :
 - encadrer efficacement le comportement des clients en les aidant à avoir une vision à long terme et une approche rigoureuse (valeur ajoutée potentielle : 1,50 %);
 - appliquer une stratégie de répartition des actifs, c'est-à-dire répartir les actifs entre les comptes imposables et les comptes fiscalement avantageux (valeur ajoutée potentielle : de 0 % à 0,42 %);
 - utiliser les investissements à faible coût, c'est-à-dire les fonds gérés passivement (valeur ajoutée potentielle : 1,31 %);
 - maintenir une répartition optimale de l'actif en rééquilibrant le portefeuille (valeur ajoutée potentielle : 0,47 %);
 - mettre en œuvre une stratégie de dépenses pour aider les clients à prendre des décisions importantes concernant la façon de retirer des sommes de leur portefeuille (valeur ajoutée potentielle : de 0 % à 0,41 %).

Les recherches de Vanguard insistent sur le fait que la hausse potentielle de 3 % du rendement net des clients ne doit pas être considérée comme une valeur ajoutée annuelle, mais plutôt comme une valeur ponctuelle, car certaines des plus importantes occasions de création de valeur surviennent durant les périodes de détresse ou d'euphorie des marchés, lorsque les clients sont tentés d'abandonner leur plan d'investissement, pourtant bien conçu. Elles soulignent également que l'applicabilité des principes de gestion, et la valeur ajoutée qui en découle, varie selon la situation du client (horizon de placement, tolérance au risque, objectifs financiers, composition du portefeuille et tranche d'imposition marginale, par exemple) et selon la façon dont le conseiller les applique.

²³⁶ Pollara, note 204, ci-dessus.

²³⁷ Recherche de Vanguard, *Putting a value on your value: Quantifying Vanguard Advisor's Alpha*, septembre 2016, <https://www.vanguard.com/pdf/ISGQVAA.pdf>.

Les croyances des représentants peuvent avoir un effet sur leurs conseils.

Une étude réalisée par Juhani Linnainmaa et ses collaborateurs²³⁸, à partir des mêmes données que celles qui ont été utilisées dans l'étude de Foerster et ses collaborateurs²³⁹ laisse entendre que la qualité des conseils des représentants peut être tributaire non seulement des conflits d'intérêts qui peuvent les inciter à privilégier leurs intérêts personnels, mais également des croyances et préférences personnelles en matière de stratégies de placement (par exemple, la croyance que la gestion active, même après les commissions, l'emporte sur la gestion passive). Les auteurs concluent que les représentants gèrent leur portefeuille personnel de la même manière que ceux de leurs clients. Ils effectuent fréquemment des opérations, courent après les rendements et préfèrent les fonds coûteux gérés activement aux fonds indiciels à faible coût tant pour leurs clients que pour eux-mêmes. Les différences dans les croyances des représentants non seulement influent sur leurs choix d'investissements, mais entraînent également une variation considérable de la qualité et des coûts des conseils qu'ils donnent à leurs clients, ce qui fait augmenter les coûts pour certains investisseurs.

Les avantages que procurent les conseils des représentants peuvent être largement immatériels.

Des recherches laissent entendre que, dans la mesure où les investisseurs retirent des avantages du recours à des représentants, ces avantages peuvent être en grande partie d'ordre comportemental, et donc de nature immatérielle, comme l'apprentissage d'une bonne discipline d'épargne, la maîtrise de l'inertie, la réduction de l'anxiété chez les investisseurs et la création d'un lien de confiance. Ces recherches comprennent les études et les articles qui suivent :

- Les recherches du CIRANO indiquant que les ménages canadiens bénéficiant de conseils accumulent plus d'actifs financiers au fil du temps, principalement en raison d'une meilleure discipline d'épargne stimulée par le conseiller²⁴⁰. Une autre étude du CIRANO conclut que la rigueur que le conseiller financier apporte au comportement financier des ménages et l'épargne plus élevée de ceux bénéficiant de conseils sont des facteurs clés dans l'amélioration de la valeur des actifs de ces ménages par rapport aux ménages comparables n'ayant pas recours à un conseiller²⁴¹.
- L'article de la School of Public Policy de l'Université de Calgary évaluant un corpus de recherches démontrant que des biais comportementaux qui marquent tout le processus de prise de décision limitent la capacité de prendre des décisions

²³⁸ Juhani T. Linnainmaa, Brian Melzer et Alessandro Previtero. *Costly Financial Advice: Conflicts of Interest or Misguided Beliefs?*, décembre 2015, <http://faculty.chicagobooth.edu/juhani.linnainmaa/MisguidedBeliefs.pdf>.

²³⁹ Foerster et coll., note 181, ci-dessus.

²⁴⁰ Claude Montmarquette et coll., note 234, ci-dessus.

²⁴¹ Claude Montmarquette et coll., *The Gamma Factor and the Value of Financial Advice*, CIRANO, août 2016; <http://www.cirano.qc.ca/files/publications/2016s-35.pdf>.

financières éclairées de façon autonome. Ces biais comprennent la tendance à préférer la gratification à court terme (consommation) plutôt que les rendements à long terme (épargne), l'inertie et le statu quo, et la propension à reporter à plus tard la prise de mesures qui nécessitent la maîtrise de soi. L'auteur affirme que les conseillers financiers peuvent aider les personnes à mettre fin à ces comportements, lesquels sont susceptibles de leur faire prendre des décisions d'investissement sous-optimales lorsqu'ils sont laissés à eux-mêmes²⁴².

- Les recherches de Foerster et ses collaborateurs se prononçant sur les raisons qui pourraient expliquer pourquoi les investisseurs préfèrent avoir recours aux services de courtiers ou de représentants malgré la conclusion selon laquelle les conseils en matière d'investissement à la commission ne justifient pas les frais payés. Les auteurs affirment ce qui suit : [TRADUCTION] « Étant donné que les ménages ont une préférence marquée pour le recours aux services de conseillers financiers, ils en retirent probablement d'autres avantages que les conseils en matière d'investissement. Les résultats de la recherche restreignent toutefois l'éventail d'avantages plausibles. Les avantages ne peuvent pas être ponctuels, car les investisseurs paient des frais continuellement, tant qu'ils reçoivent des conseils. Ils peuvent prendre la forme de services de planification financière, y compris des conseils en matière d'épargne pour les études et la retraite, de planification fiscale et de planification successorale. Il se peut aussi que la valeur ajoutée des conseillers financiers réside dans la réduction des coûts psychologiques plutôt que dans la fourniture d'avantages financiers, à savoir la réduction de l'anxiété (Gennaioli, Shleifer et Vishny, 2014) ou la création d'un lien de confiance (Guiso, Sapienza et Zingales, 2008) plutôt que l'augmentation du rendement des investissements²⁴³. »
- Les recherches de Bergstresser et ses collaborateurs n'ayant pas permis de démontrer que les courtiers offrent des avantages concrets significatifs aux souscripteurs de titres de fonds qu'ils distribuent, mais posant l'hypothèse que les courtiers pourraient offrir des avantages immatériels significatifs que nous ne pouvons pas observer. Les chercheurs affirment que [TRADUCTION] « les courtiers peuvent aider leurs clients à épargner plus d'argent qu'ils ne le feraient autrement, à utiliser leur temps plus efficacement, à personnaliser leurs portefeuilles en fonction de leur tolérance au risque et à les rendre généralement plus à l'aise avec leurs décisions d'investissement²⁴⁴ ».
- Les recherches de Gino et ses collaborateurs constatant un lien étroit entre l'anxiété et la recherche de conseils de même qu'entre l'anxiété et la prise de conseils. En particulier, ces recherches démontrent que les personnes anxieuses sont plus susceptibles de demander et de suivre des conseils que les personnes qui sont dans un état émotionnel neutre. Les relations entre, d'une part, l'anxiété et la recherche de conseils et, d'autre part, l'anxiété et la prise de conseils dépendent de la confiance en soi. Bien que l'anxiété nuise aussi au traitement de l'information, un traitement de

²⁴² Pierre Lortie, note 235, ci-dessus, p. 6-7.

²⁴³ Stephen Foerster et coll., note 181, ci-dessus, p. 27-28.

²⁴⁴ Bergstresser et coll., note 233, ci-dessus, p. 4131.

l'information compromis n'intervient pas dans la relation entre l'anxiété et la prise de conseils. L'anxiété pousse à demander des conseils à des tiers et à faire moins bien la distinction entre les bons et les mauvais conseils ainsi qu'entre les conseils prodigués par les conseillers en situation de conflit d'intérêt ou non²⁴⁵.

²⁴⁵ F. Gino, A.W. Brooks et E. Schweitzer. « Anxiety, Advice, and the Ability to Discern: Feeling Anxious Motivates Individuals to Seek and Use Advice », *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 102, n° 3, 2012, p. 497-512; http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/gino_brooks_schweitzer_jpsp_2012_fd79893e-9f44-4a69-9460-848527d2d598.pdf.

ANNEXE B AUTRES OPTIONS ENVISAGÉES

Dans leur recherche de la meilleure façon de s'attaquer aux enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché, les ACVM ont aussi évalué le bien-fondé d'un certain nombre d'autres options que l'abandon des commissions intégrées et les options dont il est question dans la partie 6 du présent document de consultation. Certaines ont été proposées dans le document de consultation initial, et d'autres formulées à la suite de la consultation. Chacune des options a été examinée minutieusement.

En règle générale, nous avons écarté les options qui auraient pu régler un enjeu dans une certaine mesure, mais qui ne feraient rien pour en régler un autre ou pourraient même l'exacerber. D'autres options n'ont pas été retenues en raison de leur redondance ou de leur incohérence avec des options proposées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM²⁴⁶.

À l'instar des options dont il est question dans la partie 6 du présent document de consultation, chacune des options présentées ci-après est analysée en fonction de ses répercussions et de ses effets positifs ou négatifs sur les parties prenantes suivantes :

- les investisseurs bénéficiant de conseils (plus particulièrement ceux dont les actifs à investir sont inférieurs à 100 000 \$, entre 100 000 \$ et 500 000 \$ ou supérieurs à 500 000 \$);
- les investisseurs indépendants;
- les gestionnaires de fonds d'investissement indépendants;
- les courtiers en épargne collective indépendants;
- les fournisseurs de services financiers intégrés.

L'analyse qui suit fournit un bref aperçu des principales solutions de rechange envisagées par les ACVM ainsi que les raisons pour lesquelles elles ont décidé de ne pas y donner suite.

1. Améliorations de l'information

Les ACVM ont envisagé d'améliorer sur un certain nombre de points l'information à fournir dans le relevé de compte²⁴⁷ prescrit dans le cadre de la deuxième phase du MRCC et dans l'aperçu du fonds prescrit par le régime d'information au moment de la souscription. L'objectif premier serait d'améliorer la connaissance qu'ont les investisseurs des coûts liés à leurs placements et de leurs répercussions sur le rendement. Les améliorations envisagées sont abordées ci-après.

i. Amélioration du relevé de compte prévu dans la deuxième phase du MRCC

Les ACVM ont envisagé d'améliorer l'information à fournir sur les sites Web des courtiers ou dans les relevés de compte qu'ils doivent actuellement remettre au client en exigeant que le taux

²⁴⁶ Par exemple, l'option de définir et de déclarer le niveau des services offerts par le conseiller en contrepartie des commissions de suivi qui est énoncée dans le document de consultation initial n'a pas été retenue en raison des propositions formulées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM.

²⁴⁷ Rapport sur les frais et les autres formes de rémunération et contenu du rapport sur le rendement des placements.

de rendement médian et le coût total, en dollars, soit indiqué pour un éventail de comptes de diverses tailles et de profils de risque. Les tableaux suivants sont un exemple de cette information.

Rendement médian du compte du client en 2015				Coût médian du compte du client en 2015					
		Tolérance au risque du client					Tolérance au risque du client		
		Basse	Moyenne	Élevée			Basse	Moyenne	Élevée
Taille du compte	De 0 \$ à 100 000 \$	2,5 %	5,0 %	3,0 %		750,25	801,38	1 002,30	
	De 100 000 \$ à 500 000 \$	2,5 %	7,0 %	3,0 %		7 538,20	8 951,02	15 892,30	
	500 000 \$ et plus	4,0 %	10,0 %	5,0 %		38 582,89	52 891,40	74 120,00	

L'information serait fondée sur les données cumulées de tous les comptes de la société à l'égard desquels les courtiers doivent produire un rapport sur les frais et les autres formes de rémunération ainsi que sur le rendement des placements.

S'il était mis en œuvre, cet exercice de comparaison aurait, selon les ACVM, les avantages suivants :

- il permettrait aux investisseurs de mieux évaluer le rendement de leurs placements et les coûts connexes par rapport au rendement et aux coûts d'autres investissements, ce qui leur permettrait ensuite de mieux évaluer la qualité des services offerts par leur conseiller;
- il pourrait, au fil du temps, générer de la concurrence entre les conseillers et les inciter à rehausser leur niveau de services, ce qui pourrait également entraîner une diminution des coûts des services.

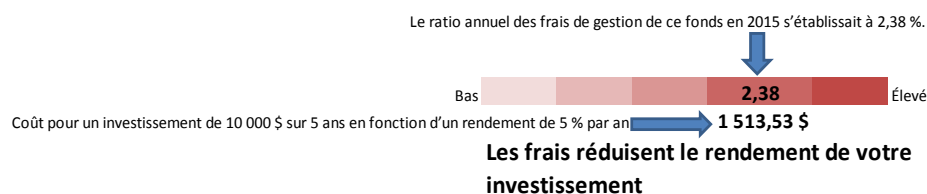
Cette option pourrait présenter les inconvénients suivants :

- les comparaisons pourraient se révéler trompeuses ou inefficaces étant donné la variabilité des services offerts, des objectifs des investisseurs et des horizons de placement;
- les investisseurs pourraient devoir posséder un certain niveau de connaissances en matière d'investissement pour bien comprendre et interpréter l'information supplémentaire et pour en tirer profit (compte tenu de tous les autres renseignements fournis sur le relevé de compte);
- certains courtiers qui distribuent des produits exclusifs et font partie de grands fournisseurs de services financiers intégrés ne touchent pas de commission comme la commission de suivi, mais plutôt des paiements de transfert internes de la part de sociétés membres du même groupe en vertu d'ententes avec celui-ci; dans ces cas, il pourrait être difficile de comparer les coûts réels des services offerts par les divers courtiers.

ii. Amélioration de l'aperçu du fonds prévu par le régime d'information au moment de la souscription

L'un des moyens que nous avons envisagés pour améliorer l'information à fournir dans l'aperçu du fonds est la mise en évidence de l'information sur les frais et l'ajout de renseignements

concernant les frais prélevés et leurs répercussions sur le rendement. Par exemple, nous avons envisagé d'imposer l'obligation de fournir une indication illustrée du point où le RFG du fonds se situe sur une échelle allant de « bas » à « élevé » en fonction des moyennes dans le secteur, comme le montre la figure ci-dessous.



Les ACVM ont également envisagé d'imposer, outre ce qui précède, l'obligation d'indiquer le montant réel des frais versés et du rendement perdu en dollars (chacun des éléments étant présenté sur des périodes d'investissement déterminées et en supposant des rendements déterminés). À cette information aurait pu s'ajouter des mentions destinées à informer les investisseurs éventuels de l'incidence des frais sur leur investissement, par exemple la mention « Les frais réduisent le rendement de votre investissement ».

Comme solution de rechange à ce qui précède, les ACVM ont examiné la possibilité de modifier l'aperçu du fonds en améliorant l'information concernant le RFG et l'affectation des frais de gestion. À titre d'exemple, elles ont envisagé de ventiler chaque composante du RFG pour donner à l'investisseur un aperçu plus complet des frais du fonds. Cette information, exprimée en dollars, comprendrait notamment la tranche des frais de gestion payés par le fonds qui sont affectés directement à la rémunération du gestionnaire de fonds d'investissement en contrepartie de ses services, la tranche versée au titre des frais d'exploitation du fonds et la tranche affectée à la distribution (à savoir la rémunération versée au courtier, y compris les commissions de suivi et de vente, et les documents de commercialisation et de promotion). Les ACVM ont également examiné la possibilité de remplacer l'expression « commissions de suivi », qui est employée dans l'aperçu du fonds et dans d'autres rapports fournis aux investisseurs, par une expression plus parlante comme « honoraires pour les conseils et les services d'un courtier ».

Si elles étaient mises en œuvre, les améliorations de l'information procureraient, selon les ACVM, les avantages suivants :

- les investisseurs auraient une meilleure connaissance des frais au moment de la souscription, ce qui pourrait les inciter à examiner leurs répercussions sur leur investissement ou la valeur des conseils fournis avant de prendre une décision d'investissement;
- les investisseurs seraient enclins à poser davantage de questions à propos des coûts des produits de fonds d'investissement qui leur sont recommandés et pourraient demander des options à moindre coût;
- si cette approche amenait les conseillers à recommander davantage de produits à moindre coût, la concurrence entre les gestionnaires de fonds d'investissement pourrait s'accroître au fil du temps, car les gestionnaires pourraient se sentir contraints de baisser les prix afin de gagner des parts de marché.

En revanche, cette option pourrait notamment présenter les inconvénients suivants :

- les investisseurs pourraient devoir posséder un certain niveau de connaissances en matière d'investissement pour bien comprendre et interpréter l'information supplémentaire et pour en tirer profit (en particulier compte tenu de tous les autres renseignements fournis dans l'aperçu du fonds);
- les coûts liés aux modifications pourraient être très lourds et seraient supportés par les gestionnaires de fonds d'investissement (et, en définitive, par les porteurs de titres du fonds);
- il pourrait être difficile de comparer l'information entre les différents types de fonds (par exemple, les fonds de titres à revenu fixe et les fonds d'actions);
- cette approche pourrait donner à penser que les types de fonds généralement assortis de frais peu élevés sont meilleurs que ceux assortis de frais élevés.

Raisons pour lesquelles les ACVM ne donnent pas suite aux améliorations de l'information

Pourvu que l'information soit simple et facile à comprendre, les ACVM s'attendraient à ce que les options susmentionnées améliorent la connaissance qu'ont les investisseurs des frais, car l'information sur ceux-ci serait mise en évidence et étoffée de manière à leur permettre de mieux évaluer les coûts et le rendement de leur investissement (au moment de la souscription et en continu par la suite).

Les ACVM ont décidé de ne pas y donner suite, car elles ne croient pas que cela aurait des effets mesurables sur les autres enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché qu'elles ont relevés, en particulier les conflits d'intérêts découlant des commissions intégrées. Selon nous, et comme il est expliqué en détail dans la partie 6, la communication d'information ne serait pas à elle seule une solution efficace pour régler les conflits d'intérêts dans la relation client-conseiller.

Qui plus est, les ACVM ne croient pas qu'il soit avisé de procéder à d'autres améliorations de l'information avant que l'efficacité des obligations prévues par le régime d'information au moment de la souscription et la deuxième phase du MRCC ait été évaluée au moyen d'un examen post-mise en œuvre²⁴⁸.

2. Interventions axées sur les gestionnaires de fonds d'investissement

Les ACVM ont également examiné la possibilité de mettre en œuvre un certain nombre de réformes ciblées touchant les gestionnaires de fonds d'investissement afin de régler les enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché. Les mesures envisagées sont expliquées ci-après.

²⁴⁸ Les ACVM ont récemment lancé une étude sur plusieurs années pour mesurer les répercussions de la deuxième phase du MRCC et du régime d'information au moment de la souscription sur les investisseurs et le secteur. Voir la note 149.

i. Obligation de créer une série ou une catégorie distincte de titres pour chaque option de souscription

L'une des options envisagées consistait à obliger les fonds d'investissement à offrir une série ou une catégorie distincte de titres pour chaque option de souscription offerte (par exemple, frais prélevés à l'acquisition, frais d'acquisition reportés et sans frais d'acquisition)²⁴⁹.

Lorsque plusieurs options de souscription sont offertes pour un fonds d'investissement, une tranche des frais de gestion perçus par le gestionnaire de fonds d'investissement sert généralement à financer la commission versée au courtier pour les ventes effectuées selon l'option avec frais d'acquisition reportés. Le coût de cette commission est habituellement pris en charge par le fonds et, par conséquent, par l'ensemble de ses porteurs, sans égard à l'option de souscription qu'ils ont choisie. Ainsi, les investisseurs qui choisissent l'option avec frais prélevés à l'acquisition (et qui paient généralement une commission directement au courtier au moment de la souscription) supportent les mêmes frais de gestion que les investisseurs qui ont recours à l'option avec frais d'acquisition reportés (et qui ne paient pas ces frais initiaux puisque le gestionnaire de fonds d'investissement verse une commission directement au courtier).

Les ACVM estiment que les avantages suivants découleraient de l'obligation pour les fonds d'investissement d'offrir une série ou catégorie distincte de titres pour chaque option de souscription offerte :

- les frais de gestion de la série ou catégorie distincte concorderaient avec ses frais;
- les frais engagés pour chaque série ou catégorie de titres seraient supportés seulement par ses porteurs, plutôt que par l'ensemble des porteurs.

En revanche, selon les ACVM, la mise en œuvre de cette proposition pourrait entraîner certains des inconvénients suivants :

- il y aurait multiplication du nombre de séries des fonds actuellement offertes par les gestionnaires de fonds d'investissement, ce qui pourrait nuire aux investisseurs en compliquant les décisions d'investissement et réduire la connaissance des frais en raison du nombre accru d'options offertes;
- il faudrait établir un aperçu du fonds pour chacune des options de souscription, car chacune constituerait une série distincte; cette exigence entraînerait une augmentation des coûts pour les gestionnaires de fonds d'investissement (et, en définitive, pour les porteurs) et obligerait les investisseurs à consulter le prospectus afin de connaître toutes les autres options de souscription offertes, ce qui ajouterait encore à la complexité de cette option;
- rien ne garantirait que le prix de la série ou de la catégorie distincte ne correspondrait qu'aux coûts attribuables à la série ou à la catégorie.

²⁴⁹ Nous soulignons qu'à l'heure actuelle, quelques OPC offrent des séries distinctes pour chaque option de souscription (c'est-à-dire frais prélevés à l'acquisition, sans frais d'acquisition et frais d'acquisition reportés). Nous faisons remarquer que, dans ces cas, le coût des séries de titres avec frais d'acquisition reportés ou réduits est généralement plus élevé que celui des autres séries en raison des frais de distribution plus importants.

ii. Obligation de facturer les commissions de suivi et les autres commissions de vente intégrées comme des frais du fonds

Une autre mesure envisagée consistait à exiger que l'ensemble des commissions de suivi et des autres commissions de vente intégrées (notamment les commissions de vente liées aux options avec frais d'acquisition reportés) soient considérées comme des frais du fonds. Selon cette option, les commissions de suivi seraient séparées des frais de gestion et présentées comme des honoraires distincts établis en fonction des actifs. Cette mesure s'apparente à ce qui se fait actuellement aux États-Unis, où les sociétés d'investissement qui versent des commissions de suivi aux conseillers paient des frais 12b-1 établis en fonction des actifs²⁵⁰, qui sont distincts des frais de gestion et servent à couvrir les coûts de distribution.

Les ACVM estiment que si cette option devait être mise en œuvre, l'obligation de considérer comme des frais du fonds l'ensemble des coûts intégrés, qui comprennent les commissions de vente liées aux options avec frais d'acquisition reportés, aurait les répercussions suivantes :

- une série distincte devrait être créée pour chaque option de souscription (ce qui donnerait lieu aux mêmes avantages et inconvénients que ceux de l'option précédente);
- les investisseurs jouiraient d'une plus grande transparence quant aux coûts réels des conseils et des frais de gestion des fonds;
- les investisseurs auraient une meilleure connaissance des frais de distribution et des conseils connexes et pourraient mieux les contrôler (étant donné que toute augmentation des commissions, qui seraient des frais du fonds, devrait être approuvée par le porteur); de même, le comité d'examen indépendant du fonds serait en mesure de surveiller les augmentations potentielles et de fournir des orientations.

En revanche, cette option présente plusieurs inconvénients susceptibles de nuire à son efficacité, notamment les suivants :

- elle pourrait avoir des conséquences fiscales négatives pour le fonds;
- les frais de distribution des fonds offerts par des gestionnaires de fonds intégrés verticalement qui effectuent des paiements de transfert plutôt que de payer des commissions de suivi aux courtiers membres du même groupe pourraient sembler moins élevés que ceux des fonds offerts par des gestionnaires de fonds indépendants, car il se peut qu'il n'y ait aucune commission de suivi à déclarer;
- les modifications apportées aux paiements de transfert ne seraient par ailleurs pas soumises à l'approbation des porteurs ou du comité d'examen indépendant, ce qui nuirait à la gouvernance et à la surveillance de ce type de paiements intégrés de même qu'au contrôle des investisseurs sur ceux-ci.

iii. Obligation de créer pour les investisseurs indépendants une catégorie de titres normalisée sans commission de suivi ou avec une commission de suivi réduite

Une autre option examinée consistait à obliger chaque fonds d'investissement à créer une série ou une catégorie de titres à faible coût de type «exécution d'ordres seulement» que les investisseurs indépendants pourraient souscrire directement, et à obliger les courtiers exécutants

²⁵⁰ On trouvera plus de détails sur les frais 12b-1 au <https://www.sec.gov/answers/mffees.htm>.

à l'offrir. Cette série ou catégorie serait offerte aux investisseurs de diverses façons, notamment par l'intermédiaire de courtiers exécutants ou directement par le gestionnaire de fonds d'investissement. Étant donné que les investisseurs indépendants ne demandent habituellement pas de conseils, les frais de gestion peu élevés de cette série ou de cette catégorie refléteraient l'absence de commissions de suivi ou le paiement de commissions de suivi minimales aux conseillers. Les ACVM croient comprendre que si aucun conseil n'était alors fourni aux investisseurs, les commissions de suivi minimales payées serviraient à couvrir le coût des services administratifs, des services de conformité et des services technologiques fournis par le courtier ou la société d'OPC.

L'un des avantages de cette option serait la possibilité pour les investisseurs *a)* de recourir aux services d'un conseiller pour souscrire des titres d'un fonds en supportant les coûts élevés découlant de ce choix ou *b)* de ne pas recourir aux services d'un conseiller et de pouvoir souscrire des titres du même fonds à un coût réduit. Cette option pourrait donc :

- rendre plus visibles les coûts réels des conseils, ce qui permettrait aux investisseurs ayant recours aux services d'un conseiller de mieux apprécier la valeur des conseils et des services qu'ils reçoivent;
- donner aux investisseurs, au fil du temps, une meilleure connaissance des frais payés relativement à leur investissement et un plus grand contrôle sur ceux-ci;
- améliorer la concordance entre la rémunération intégrée payée aux courtiers et les services fournis aux investisseurs indépendants.

En revanche, l'un des inconvénients majeurs de cette option est qu'il pourrait être impossible pour les ACVM d'obliger les gestionnaires de fonds d'investissement à créer une nouvelle série de type « sans conseils » ou d'obliger les courtiers à la distribuer²⁵¹.

Raisons pour lesquelles les ACVM ne donnent pas suite aux interventions axées sur les gestionnaires de fonds d'investissement

Les ACVM reconnaissent que ces options semblent introduire dans la structure de frais un mécanisme de gouvernance efficace qui pourrait aider à atténuer le conflit d'intérêts que représentent les commissions intégrées pour le gestionnaire de fonds d'investissement, voire améliorer la transparence et l'équité des frais pour certains investisseurs. Toutefois, les ACVM ont décidé de ne pas y donner suite, car selon elles, les coûts associés à de telles réformes l'emporteraient probablement sur les avantages qui pourraient en découler. De plus, ces réformes ne s'attaqueraient pas directement à certains enjeux importants que nous avons repérés en matière de protection des investisseurs et d'efficacité du marché, en particulier l'influence de la rémunération intégrée sur les recommandations de vente et son effet néfaste sur les résultats obtenus par l'investisseur et l'efficacité du marché.

²⁵¹ Comme il en est question en détail dans la partie 4 du présent document de consultation, nous faisons remarquer que depuis 2012, certains gestionnaires de fonds d'investissement ont introduit une série de titres que les investisseurs indépendants peuvent souscrire directement (les titres de série D, par exemple). Toutefois, la majeure partie des actifs d'OPC détenus dans les réseaux de distribution des courtiers exécutants se trouve toujours investie dans des séries pour lesquelles une commission de suivi intégrale est payée. Par conséquent, les ACVM sont d'avis que cette option ne pourrait être pleinement efficace que si les gestionnaires de fonds d'investissement étaient tenus de créer, et les courtiers, tenus de distribuer, une série de titres à rabais.

Les ACVM ont également conclu que si les interventions s'attaquaient à un enjeu, elles ne le régleraient que pour une petite partie du marché (en particulier les investisseurs indépendants)²⁵². Qui plus est, ces options auraient de fortes chances de rendre encore plus complexe notre structure de frais actuelle en raison de l'augmentation du nombre de nouvelles séries de fonds à laquelle on s'attendrait, et elles n'auraient pas d'incidence significative sur la concurrence.

3. Plafonnement des commissions

Parmi les autres options examinées par les ACVM se trouve la possibilité d'imposer une limite maximale (c'est-à-dire un plafond) aux commissions intégrées que les gestionnaires de fonds d'investissement versent aux courtiers et aux représentants. Selon cette option, les courtiers et leurs représentants seraient libres de facturer directement à leurs clients des commissions ou des honoraires en contrepartie de leurs services, en plus ou à la place des commissions intégrées. Les ACVM considèrent que cette façon de faire pourrait constituer une transition possible vers un éventuel abandon des commissions intégrées.

Il serait possible de mettre cette option en œuvre notamment en plafonnant le taux de la commission de suivi payable par prélèvement sur les revenus tirés des frais de gestion du gestionnaire de fonds d'investissement. En complément, on pourrait ajouter dans les documents de placement des fonds une explication claire des frais que représentent les « commissions permanentes ». En plus de plafonner les commissions de suivi au niveau du fonds d'investissement ou comme solution de rechange, les ACVM ont examiné la possibilité de plafonner les frais d'acquisition totaux (en fonction de la valeur en dollars totale) pouvant être payés par un investisseur individuel relativement au compte pendant la durée de son investissement dans un fonds. De cette façon, une fois la limite atteinte, les actifs de l'investisseur pourraient être transférés dans une série ou une catégorie de titres qui ne comporte ni commission de suivi ni aucune autre commission intégrée, ce qui procurerait à l'investisseur une certitude sur le plan des coûts.

Les ACVM s'attendent à ce que les principaux avantages suivants découlent de cette option :

- la normalisation et la diminution de la variabilité des commissions de suivi d'un fonds à un autre, ce qui pourrait réduire *a)* les incitatifs encourageant les courtiers et leurs représentants à distribuer des titres de fonds essentiellement en raison de la commission de suivi et *b)* les incitatifs encourageant les gestionnaires de fonds d'investissement à compter sur la commission de suivi pour recueillir et conserver les actifs gérés;
- la diminution de l'incitatif encourageant les courtiers et leurs représentants à faire la promotion des options avec frais d'acquisition reportés, étant donné que l'offre de ces options sera probablement réduite, voire abandonnée, par suite du plafonnement des commissions intégrées;
- une diminution des coûts des fonds (étant donné que la gestion des options de souscription avec frais d'acquisition reportés est généralement plus coûteuse que celle des options de souscription avec frais prélevés à l'acquisition ou sans frais d'acquisition, nous nous attendrions à une modeste diminution des coûts de 15 à 25 points de base,

²⁵² Selon Investor Economics, en décembre 2015, seulement 56 milliards de dollars d'actifs de fonds d'investissement étaient détenus dans le réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants.

d'après les pratiques d'établissement des frais des fonds d'investissement qui séparent ces options de souscription en séries distinctes).

Voici les lacunes éventuelles de cette approche :

- étant donné que les commissions intégrées demeureraient autorisées, elles pourraient continuer de créer une entrave susceptible d'empêcher les fournisseurs de produits à faible coût de faire leur entrée sur le marché;
- l'existence des commissions intégrées pourraient continuer de contribuer à la complexité de la structure de frais et ainsi empêcher les investisseurs de se faire une idée précise des coûts;
- les commissions intégrées demeureraient néanmoins des frais universels qui pourraient ne pas concorder avec les services et les conseils réellement fournis aux investisseurs individuels en fonction de leurs besoins, de leurs attentes et de leurs préférences;
- en cas de réduction ou d'abandon des options avec frais d'acquisition reportés, cette approche aurait pour effet de désavantager les sociétés qui y ont recours (par exemple, les gestionnaires de fonds d'investissement et les courtiers indépendants) par rapport à celles qui n'y ont pas recours (par exemple, les gestionnaires de fonds d'investissement et les courtiers intégrés).

Raisons pour lesquelles les ACVM ne donnent pas suite au plafonnement des commissions

Malgré les avantages que semble comporter cette approche, les ACVM n'y donneront pas suite pour le moment, que ce soit comme mesure autonome ou comme mesure provisoire en attendant l'abandon des commissions intégrées, parce que ses lacunes démontrent que de nombreux enjeux que nous avons signalés ne seraient vraisemblablement pas réglés par un plafonnement des commissions.

Par ailleurs, cette option obligerait les ACVM à assumer une fonction inhabituelle, soit plafonner les commissions sur les produits d'investissement, plutôt que de mettre en œuvre des mesures favorisant l'efficacité du marché. En outre, les ACVM ne sont pas disposées à plafonner les commissions en raison des conséquences inattendues qui pourraient en découler. En effet, des recherches démontrent que l'imposition d'un plafond tarifaire peut entraîner indirectement une augmentation des prix moyens²⁵³. Il serait donc très difficile dans les circonstances de déterminer le plafond approprié et de le justifier.

²⁵³ Mark Armstrong, note 184, ci-dessus. À la page 6, l'auteur indique ce qui suit : [TRADUCTION] « Bien que l'imposition d'un plafond tarifaire ait directement pour effet de diminuer les prix, elle a indirectement pour effet de réduire l'élasticité de la demande de chaque société à tel point que les prix affichent en moyenne une augmentation. Cette constatation confirme ce qui se dit parfois de façon informelle, à savoir que l'imposition de contrôles des prix dans un oligopole est susceptible de faire augmenter les prix d'équilibre. On peut en effet supposer qu'un plafond tarifaire est le point focal d'une collusion tacite. »

ANNEXE C

RÉFORMES INTERNATIONALES DES FRAIS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Les organismes de réglementation de divers territoires étrangers ont mis en œuvre ou envisagent des réformes réglementaires en vue de régler certains des enjeux exposés dans la partie 2 du présent document de consultation. Nous présentons ci-après un aperçu des réformes pertinentes mises en œuvre ou proposées aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande, à Singapour, dans l'Union européenne (l'UE) et dans certains états membres de l'UE, notamment les Pays-Bas, l'Allemagne et la Suède. Nous rendons également compte de leurs répercussions à ce jour, d'après leur évaluation à la suite des premiers examens effectués après la mise en œuvre.

1. États-Unis

Le 6 avril 2016, le département du Travail des États-Unis (le **DOL**, pour *Department of Labor*) a publié une règle définitive visant à résoudre les situations de conflits d'intérêts survenant dans la relation conseiller-client à l'occasion de la prestation de conseils en matière d'épargne-retraite (la **règle d'obligation fiduciaire**)²⁵⁴.

i. Champ d'application de la réglementation

La règle d'obligation fiduciaire élargit considérablement le champ d'application du terme « fiduciaire » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Employee Retirement Income Security Act of 1974* (l'**ERISA**). En général, les personnes considérées comme des fiduciaires devront, entre autres obligations, se conformer à une norme d'obligation fiduciaire dans la prestation de conseils d'investissement en matière d'épargne-retraite.

ii. Aperçu de la réglementation

La règle d'obligation fiduciaire prévoit qu'est un fiduciaire toute personne rémunérée pour la prestation de conseils personnalisés ou spécialement destinés à un promoteur de régime (par exemple, un employeur offrant un régime de retraite), à un participant à un régime ou au titulaire d'un compte de retraite individuel, en vue d'une prise de décision relative à l'épargne-retraite. Les décisions en question peuvent porter notamment sur le type d'actifs à acheter ou à vendre ou sur l'opportunité de transférer des actifs du régime d'un employeur à un compte de retraite individuel. Le fiduciaire peut être un courtier, un conseiller en placement inscrit, un agent d'assurance ou tout autre type de conseiller. La simple prise d'ordre d'un client n'est pas considérée comme une activité fiduciaire.

S'il est considéré comme fiduciaire en vertu de l'ERISA, le conseiller devra se conformer à une norme d'obligation fiduciaire. Il devra également, entre autres obligations, soit éviter de recevoir des paiements entraînant des conflits d'intérêts (y compris, par exemple, les commissions de suivi), soit respecter les exigences liées à certaines dispenses en vue d'atténuer les conflits. L'une de ces dispenses, la « Best Interest Contract Exemption » (la **dispense BIC**), est soumise à l'engagement contractuel du conseiller d'agir au mieux des intérêts du client.

²⁵⁴ On peut consulter la règle d'obligation fiduciaire et son résumé présenté par le DOL au <http://www.dol.gov/ebsa/regs/conflictsofinterest.html>

La dispense BIC permet aux conseillers de continuer d'être rémunérés à la commission pourvu qu'ils respectent certaines conditions visant à atténuer le conflit créé par cette forme de rémunération. En règle générale, les conseillers doivent reconnaître leur statut de fiduciaire, donner des conseils qui sont au mieux des intérêts du client, éviter de faire des déclarations trompeuses et ne recevoir qu'une rémunération raisonnable. La société de conseil doit également s'assurer qu'elle a mis en place des politiques et des procédures destinées à atténuer les conflits d'intérêts, doit s'abstenir d'offrir des incitatifs à ses conseillers salariés pour qu'ils fassent des recommandations qui ne sont pas au mieux des intérêts du client et doit s'assurer que tous les conflits d'intérêts sont déclarés.

iii. Répercussions

Étant donné que la règle d'obligation fiduciaire n'entrera pas en vigueur avant avril 2017 et qu'une nouvelle période de transition pour bon nombre d'exigences liées à la dispense BIC est prévue jusqu'au 1^{er} janvier 2018, les répercussions de cette règle restent à déterminer.

2. Royaume-Uni – Retail Distribution Review

Le 31 décembre 2012, l'entité remplacée par la Financial Conduct Authority (la **FCA**), à savoir la Financial Services Authority, a mis en œuvre de nouvelles règles dans le cadre de ses réformes issues du Retail Distribution Review, soit l'examen des placements effectués auprès des clients individuels (les **réformes issues du RDR** ou les **réformes**). Ces réformes visaient à rehausser le niveau de compétence des conseillers, à améliorer la transparence des frais et des services des conseillers ainsi qu'à concilier les incitatifs offerts aux conseillers et ceux des consommateurs par l'abandon des commissions reçues des fournisseurs de produits.

i. Champ d'application de la réglementation

L'interdiction de verser des commissions s'applique uniquement aux produits d'investissement individuels (notamment les fonds d'investissement et l'assurance vie avec une composante d'investissement). Elle exclut les produits hypothécaires et ceux qui servent uniquement de protection, comme l'assurance vie sans composante d'investissement, l'assurance contre les maladies graves et l'assurance de protection du revenu.

L'interdiction de verser des commissions s'appliquait à l'origine aux conseillers (liés ou non à un fournisseur de produits indépendant) qui recommandent des produits d'investissement individuels à des clients individuels. Les conseillers doivent tirer leur rémunération d'honoraires facturés directement aux clients et s'abstenir de demander aux fournisseurs ou d'accepter de leur part toute commission ou rémunération ou tout autre avantage de quelque nature que ce soit (peu importe s'ils avaient l'intention de rembourser les sommes reçues ou d'en faire bénéficier leurs clients individuels). Cette interdiction n'a pas eu d'incidence sur le paiement des commissions continues pour des opérations conclues avant l'entrée en vigueur des réformes issues du RDR.

Le 6 avril 2014, l'interdiction de verser des commissions a été étendue aux fournisseurs de services en ligne aux clients individuels et le paiement des commissions continues pour des opérations exécutées au plus tard le 5 avril 2014 a été autorisé jusqu'au 5 avril 2016 (date à laquelle ce paiement devait cesser).

ii. *Aperçu de la réglementation*

Les réformes issues du RDR introduisent les exigences suivantes :

- **Interdiction visant la rémunération conflictuelle des conseillers** : les règles exigent que les conseillers s'entendent avec leurs clients sur les frais exigés pour leurs services. Les conseillers ne peuvent plus recevoir de commissions des fournisseurs de produits ni de commissions intégrées dans le coût du produit. Leur facturation doit être liée au niveau de service qu'ils fournissent plutôt qu'aux fournisseurs ou aux produits particuliers qu'ils recommandent. Le conseiller peut décider, de concert avec son client, d'établir sa facturation en fonction d'honoraires fixes, d'un tarif horaire ou d'un pourcentage des fonds investis, à condition de ne jamais perdre de vue son devoir d'agir au mieux des intérêts du client²⁵⁵. Les honoraires continus ne sont autorisés que si le client paie pour des services continus qui lui ont été correctement communiqués ou qu'à l'égard d'un produit pour lequel le client fait régulièrement des paiements et qu'il peut annuler à tout moment sans pénalité.

Le client peut choisir de payer les honoraires de son conseiller indépendamment des paiements qu'il effectue pour le produit, ou demander que ces honoraires soient déduits de son investissement ou de ses primes d'assurance. La FCA permet que les paiements soient facilités par le fournisseur, c'est-à-dire que le client s'entend avec son intermédiaire sur les paiements à effectuer, mais ceux-ci sont faits par le fournisseur, par exemple au moyen de prélèvements sur les primes versées. Si le paiement doit être prélevé sur le montant de l'investissement, le fournisseur de produits doit obtenir des instructions claires du client quant au montant à déduire.

- **« Conseils indépendants » et « conseils restreints »** : les règles visent à assurer que les investisseurs comprennent bien les services qu'ils reçoivent en exigeant que les conseillers désignent clairement les services qu'ils offrent comme des « conseils indépendants » ou des « conseils restreints ». Le conseiller qui donne des conseils indépendants formule des recommandations personnelles qui *a*) découlent d'une analyse complète et équitable du marché pertinent et *b*) sont impartiales et sans restriction. Si ce critère n'est pas rempli, il s'agit d'un conseiller qui donne des conseils « restreints » (par exemple des conseils limités à des produits exclusifs ou à une gamme réduite de produits).
- **Rehaussement des exigences de compétence et de professionnalisme** : les règles obligent les conseillers à respecter des exigences de compétence plus élevées, à souscrire à un code d'éthique, à effectuer au moins 35 heures de perfectionnement professionnel continu chaque année et à détenir un certificat de compétence professionnelle délivré par un organisme accrédité. Les conseillers qui ne respectent pas ces normes ne sont plus

²⁵⁵ Au Royaume-Uni, le *Financial Conduct Authority Handbook* prévoit que toutes les personnes inscrites sont assujetties à l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de leurs clients. Cette norme de l'intérêt du client est toutefois une norme restreinte, étant donné que les personnes inscrites sont assujetties à un ensemble d'exigences qui varient selon la nature des conseils donnés aux clients (les « conseils indépendants » portent sur une gamme étendue de produits, tandis que les « conseils restreints » concernent des produits exclusifs ou certains types de produits).

autorisés à faire des recommandations personnelles aux clients individuels depuis le 31 décembre 2012.

Les objectifs visés par les réformes issues du RDR étaient énoncés dans un document de consultation (FSA DP07/01) et portaient notamment sur les points suivants :

- l'établissement de normes de professionnalisme qui inspirent et renforcent la confiance des consommateurs;
- l'engagement du secteur envers les consommateurs à faire preuve de plus de transparence sur ses produits et ses services;
- l'adoption de mécanismes de rémunération qui permettent aux forces de la concurrence d'œuvrer en faveur des consommateurs.

iii. Répercussions

a. FCA – Première phase de l'examen des réformes issues du RDR après leur mise en œuvre

Le 16 décembre 2014, la FCA a publié les résultats de la première phase de l'examen des réformes issues du RDR après leur mise en œuvre.²⁵⁶ La FCA estimait qu'il était trop tôt pour obtenir un portrait définitif des répercussions des réformes, mais les résultats de cette première phase sont globalement positifs, et montrent que les réformes sont en voie d'atteindre leurs objectifs sur plusieurs volets. Les principaux résultats sont exposés ci-après :

- **Réduction de la partialité envers le produit** : l'abandon des commissions versées aux conseillers par les fournisseurs a réduit la partialité en faveur de certains produits dans les recommandations du conseiller, comme en témoignent la baisse des distributions de produits assortis de commissions élevées avant les réformes et l'augmentation de celles des produits assortis d'aucune commission ou de commissions peu élevées avant les réformes. La réduction de la partialité s'est traduite par un accroissement des efforts des conseillers en vue de fournir des services-conseils continus globaux et par une amélioration de la qualité des services, du moins pour certains clients.
- **Réduction du coût des produits et amélioration de la concurrence** : les prix des produits ont diminué au moins d'autant que le montant des commissions versées avant les réformes, et il semble que le prix de certains produits ait chuté davantage. Le phénomène s'explique par l'introduction de produits et de fonds simplifiés comportant des frais moins élevés et aussi par le fait que les conseillers et les plateformes exercent une plus grande pression concurrentielle sur les fournisseurs, les plateformes étant de plus en plus en mesure de négocier des coûts de produits plus faibles. L'élimination des commissions a également permis aux fournisseurs qui offraient des produits assortis de commissions

²⁵⁶ FCA, *Post-Implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1*, décembre 2014, <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf>. La FCA a confié à des consultants externes, Europe Economics, la réalisation de la première phase de l'examen. Voir le texte intégral au <https://www.fca.org.uk/static/documents/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>.

nulles ou peu élevées avant les réformes (par exemple les fonds indiciels) de livrer dorénavant concurrence sur un pied d'égalité.

- **Hausse des coûts des conseils dans certains cas** : depuis les réformes issues du RDR, les frais ponctuels semblent correspondre aux commissions initiales qui étaient versées aux conseillers antérieurement, tandis que les frais continus ont augmenté par rapport aux commissions continues dans le cas d'au moins certaines sociétés et dans certaines régions du Royaume-Uni. L'absence de données exhaustives (particulièrement pour la période antérieure aux réformes) ne permet pas de déterminer si les paiements faits aux conseillers ont augmenté de façon plus générale ou si ces changements se maintiendront à long terme. La tendance à long terme des frais des conseillers depuis les réformes contribuera à nous éclairer sur ce sujet.
- **Répercussions peu importantes sur le nombre de sociétés ou de conseillers** : bien que l'on ait constaté le départ de certains intervenants du secteur des conseils dans la période qui a précédé les réformes issues du RDR, notamment les banques et certains conseillers financiers (en raison surtout de l'exigence de rehaussement des compétences et aussi de divers facteurs propres au marché), il reste un grand nombre de sociétés-conseils et de conseillers pour servir la clientèle. Les revenus moyens et la rentabilité de ces sociétés-conseils ont augmenté.
- **Concentration accrue sur la clientèle aisée** : les réformes ont amené plusieurs sociétés à examiner les caractéristiques fondamentales de leur modèle d'entreprise et à y apporter des changements importants, par exemple en segmentant leur clientèle, certaines sociétés choisissant de se concentrer sur une clientèle disposant davantage d'actifs à investir et ayant besoin de conseils en investissement plus complexes (et plus profitables).
- **Indices limités d'une « carence en matière de conseils »** : des indices limités démontraient l'émergence d'une carence en matière de conseils pour les clients moins fortunés, du fait que, depuis les réformes, certaines sociétés visaient une clientèle fortunée et ne pouvaient plus ou ne souhaitaient plus fournir de conseils aux consommateurs hors de ce segment. Les indices donnent toutefois à penser que le nombre de consommateurs touchés était généralement peu élevé et que d'autres sociétés-conseils se seraient occupées de ces consommateurs. La FCA a établi qu'il y a peu d'indices d'une diminution marquée de la disponibilité des conseils depuis l'entrée en vigueur des réformes, car la majorité des conseillers étaient toujours disposés à accepter de nouveaux clients et capables d'augmenter leur clientèle. Parallèlement, on constatait que les consommateurs se procuraient de plus en plus des produits sans conseils. La FCA a aussi conclu que le groupe de consommateurs qui désire des conseils mais n'est pas disposé à en payer le prix véritable au motif qu'il n'en a pas pour son argent avait vraisemblablement augmenté depuis l'entrée en vigueur des réformes. La FCA a cependant signalé que ces consommateurs existaient déjà dans une certaine mesure avant les réformes et qu'on peut douter que ce groupe soit touché par une « carence en matière de conseils ». La FCA a aussi indiqué que la croissance de ce groupe de consommateurs avait été limitée par l'adoption, chez la majorité des sociétés-conseils, de structures de facturation de frais conditionnels plutôt que de commissions initiales. La FCA a également relevé les efforts des sociétés-conseils pour augmenter la gamme de conseils simplifiés à faible coût afin de répondre à la demande des consommateurs.

La FCA prévoit publier en 2017 la prochaine phase de son examen des réformes issues du RDR après leur mise en œuvre, ce qui permettra de tirer des conclusions sur au moins trois années d'expérience. Une troisième phase de l'examen portera sur les répercussions à long terme.

b. HM Treasury et FCA – Financial Advice Market Review

Préoccupés par la carence en matière de conseils que pourraient connaître certains clients et par l'absence d'engagement à l'égard des services financiers, le HM Treasury (le **HMT**) et la FCA ont réalisé une étude intitulée *Financial Advice Market Review* (l'**étude FAMR**) accompagnée d'un document de consultation (la **sollicitation de commentaires**) publié le 12 octobre 2015²⁵⁷. Les deux organismes sollicitaient des commentaires sur les moyens d'améliorer la prestation de conseils financiers aux consommateurs. Leur objectif consistait à examiner les moyens à la disposition du gouvernement, du secteur et des organismes de réglementation pour mettre en œuvre des mesures individuelles et collectives qui stimuleraient le développement d'un marché procurant des conseils et un encadrement financiers abordables et accessibles pour tous, à toutes les étapes de la vie.

L'étude FAMR portait sur l'offre et la demande dans le marché des conseils et de l'encadrement financiers, les entraves à la prestation de ces services et les solutions potentielles.

Le HMT et la FCA ont publié le rapport final sur l'étude FAMR le 14 mars 2016²⁵⁸. Voici certaines des principales conclusions du rapport.

- **Accès aux conseils** : l'étude FAMR signale que, depuis les réformes issues du RDR, le Royaume-Uni compte un marché de conseils financiers de grande qualité et que les normes et le professionnalisme du secteur ont été rehaussés. Ce rehaussement des normes et du professionnalisme, joint à d'autres facteurs, a toutefois contribué à une réduction du nombre de conseillers. Le passage à la prestation de conseils moyennant honoraires pour les produits d'investissement individuels a amélioré la transparence et éliminé les conflits d'intérêts causés principalement par le modèle de rémunération à la commission. Par contre, la prestation de conseils est un service coûteux qui n'offre pas toujours un bon rapport qualité-prix aux consommateurs, notamment ceux qui ont besoin d'aide pour l'investissement de sommes peu élevées ou qui ont des besoins plus simples. Il pourrait ne pas être économiquement viable pour les sociétés de servir cette clientèle. Ces changements ont confirmé les inquiétudes sur l'existence d'une carence en matière de conseils au Royaume-Uni, car actuellement les consommateurs n'ont pas tous accès aux conseils dont ils auraient besoin à un prix abordable ou acceptable pour eux. L'étude FAMR révèle également que le faible niveau de la demande de conseils de la part des consommateurs contribue aussi à la carence en matière de conseils. Divers facteurs expliquent la faiblesse de la demande, notamment les coûts élevés (en particulier pour l'investissement des sommes peu élevées), la confiance limitée des consommateurs à l'égard des enjeux financiers et la perte de confiance à la suite de mauvaises expériences d'investissement.

²⁵⁷ HM Treasury & FCA, FAMR – Financial Advice Market Review – Call for input, octobre 2015, <http://www.fca.org.uk/static/documents/famr-cfi.pdf>.

²⁵⁸ <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/famr-final-report.pdf>.

- **Diminution du nombre de conseillers** : l'étude FAMR fait état d'une diminution du nombre de conseillers au cours des dernières années (soit d'environ 23 % des conseillers inscrits entre 2011 et 2014) pour diverses raisons, dont l'introduction des réformes issues du RDR. Le rapport indique que la majorité des conseillers qui ont quitté le marché au cours de cette période étaient des employés des banques et des associations d'épargne immobilière. Divers motifs expliquent ces départs, dont la baisse de la rentabilité des modèles de distribution en succursale, le rôle réduit des activités de distribution en succursale, la perspective des réformes issues du RDR et les conséquences d'épisodes antérieurs de mauvais investissements de masse (mesures de redressement et atteinte à la réputation).
- **Services à la clientèle du marché de masse** : l'étude FAMR indique également que les banques, les assureurs et d'autres grandes sociétés sont habituellement plus susceptibles de servir la clientèle du marché de masse qui dispose d'un patrimoine peu élevé. Un sondage effectué récemment par la FCA auprès des conseillers a révélé que les clients disposant d'une épargne de retraite inférieure à 30 000 £ représentaient 27 % des clients conseillés par des sociétés-conseils de moyenne ou grande taille et 19 % des clients conseillés par de très petites sociétés (ne comptant qu'un ou deux conseillers). Cette situation s'explique vraisemblablement par le fait que les sociétés comptant un grand nombre de conseillers peuvent réaliser des économies d'échelle, ce qui leur permet de servir une clientèle moins aisée. Les grandes sociétés de services financiers plus diversifiées tirent également avantage de l'existence d'une clientèle à laquelle ils peuvent faire la vente croisée de services-conseils.
- **Coût de l'obtention de conseils** : l'étude FAMR signale que bon nombre de consommateurs qui seraient disposés à payer pour recevoir des conseils en sont découragés par les prix élevés. Les réponses à la sollicitation de commentaires dénotent, entre autres choses, que la perception et la réalité des clients influent sur leur volonté ou leur capacité de payer les frais demandés pour les conseils. L'étude FAMR indique également que, dans le cadre du modèle classique de prestation de conseils, il est actuellement difficile de servir la clientèle de manière rentable moyennant des frais réduits.
- **Coût de la prestation de conseils** : en ce qui a trait au coût de la prestation de conseils, un sondage effectué par le secteur en 2016 auprès des sociétés-conseils indique que, au cours des deux dernières années, la proportion de sociétés qui n'acceptent que des portefeuilles d'un montant d'au moins 100 000 £ a plus que doublé, passant d'environ 13 % en 2013 à 32 % en 2015. Un récent sondage de la FCA réalisé auprès des conseillers corrobore ce fait, indiquant que 45 % de ces sociétés conseillent très rarement les clients sur les options en matière de revenu de retraite, s'ils ne disposent que de petites sommes à investir (c'est-à-dire moins de 30 000 £). Diverses raisons expliquent cette évolution. L'un des motifs récurrents est que les coûts minimums importants à assumer par client pour la prestation de services en direct influent inévitablement sur la décision d'offrir ou non des services aux clients qui n'ont que de petites sommes à investir. Cela influe aussi inévitablement sur l'impression du client que le service reçu présente ou non un bon rapport qualité-prix.

L'étude FAMR note, toutefois, que certaines grandes sociétés ont récemment signalé leur retour dans le marché des services-conseils. Dans certains cas, cela a été rendu possible par l'utilisation efficace et créative des nouvelles technologies. Un certain nombre de sociétés actuellement actives dans ce marché projettent également d'élargir leur clientèle. Le récent sondage de la FCA effectué auprès des conseillers a révélé qu'environ 30 % des sociétés sondées s'attendaient à augmenter le nombre de leurs conseillers au cours de la prochaine année.

Les recommandations de l'étude FAMR en vue de lever les entraves des consommateurs à l'accès aux conseils sont de trois ordres :

- **Prestation de conseils abordables aux consommateurs** – Ces recommandations incluent des propositions en vue de rendre plus économique la prestation de conseils et d'encadrement pour le marché de masse. L'étude FAMR énonce un certain nombre de recommandations destinées à permettre aux sociétés d'élaborer des services simplifiés et de rendre leurs relations avec la clientèle plus engageantes et efficaces. Ces recommandations proposent que la FCA mette sur pied une équipe spécialisée pour aider les sociétés qui souhaitent développer des modèles de prestation de conseils automatisés à les lancer plus rapidement sur le marché.
- **Amélioration de l'accessibilité aux conseils** – Ces recommandations visent à accroître l'engagement et la confiance du consommateur à l'égard des conseils financiers. L'étude FAMR propose un certain nombre de mesures visant à aider le consommateur à s'engager de façon plus efficace à l'égard des conseils. Ces recommandations comprennent l'engagement pour le consommateur de rendre ses renseignements personnels plus facilement disponibles aux conseillers, l'élaboration de règles pratiques et l'utilisation d'incitatifs pour encourager les clients à demander des conseils aux étapes importantes de leur vie, et enfin des recommandations pour aider les employeurs à offrir un meilleur soutien à leur personnel en matière de finance.
- **Solutions aux préoccupations du secteur en matière de responsabilité et de mesures de redressement** – Ces recommandations visent à apporter des solutions aux préoccupations concernant la délimitation entre les conseils réglementés et les formes plus générales d'indications. En particulier, les sociétés ne s'estiment pas capables d'élaborer des services-conseils simplifiés répondant aux besoins plus simples du consommateur en l'absence de certitude quant aux responsabilités rattachées à la prestation de ces formes de conseils ou d'encadrement. Elles trouvent que, si elles n'ont pas la garantie que la prestation de services-conseils simplifiés entraîne moins de responsabilités, elles pourraient ne pas avoir d'intérêt commercial à courir le risque de les fournir. L'étude FAMR présente un certain nombre de recommandations visant à accroître la clarté et la transparence du mode de traitement des plaintes de la clientèle par les services de l'ombudsman financier. Le rapport inclut également des propositions relatives au financement du Financial Services Compensation Scheme — un fonds de compensation de dernier recours pour les clients de sociétés de services financiers — en vue de faciliter la gestion des obligations à long terme.

En juin 2016, un groupe de travail en matière de conseils financiers, le Financial Advice Working Group, a été institué pour mettre de l'avant les trois recommandations abordées

ci-dessus. Depuis, la FCA a établi une unité consultative qui fournit un suivi réglementaire aux sociétés qui développent des modèles automatisés de prestation de conseils à faible coût aux consommateurs²⁵⁹. De plus, le HMT a lancé une consultation en vue de rétrécir la définition actuelle de conseils en investissement réglementés²⁶⁰.

c. FCA – Résultats du Retail Mediation Activities Return

En octobre 2016, la FCA a publié un bulletin²⁶¹ fournissant des renseignements sur les activités, les revenus et les charges des sociétés-conseils après la mise en œuvre des réformes issues du RDR. Ces renseignements sont fondés sur l'analyse par la FCA de données tirées du Retail Mediation Activities Return, déclaration qui a été soumise par environ 12 000 sociétés réglementées par la FCA. Les constatations de la FCA sont les suivantes :

- *Revenu global* : le revenu global provenant des activités d'investissement individuel s'est accru de 16 % entre 2013 et 2015 et le nombre de sociétés a augmenté de 6 % au cours de cette même période.
- *Comparaison entre revenu de commissions et revenu d'honoraires ou de frais directs* : en 2015, les commissions représentaient 31 % du revenu gagné et les honoraires ou frais directs représentaient 64 %, alors qu'en 2013, les commissions représentaient 56 % et les honoraires ou frais directs représentaient à peine 37 %. Les revenus réduits mais constants tirés de commissions proviennent d'activités antérieures aux réformes issues du RDR que les sociétés-conseils sont autorisées à poursuivre sous réserve de certaines conditions.
- *Type de conseils* : 83 % des sociétés-conseils déclarent qu'elles fournissent des conseils indépendants alors que seulement 14 % d'entre elles fournissent des conseils restreints et 3 %, les deux types de conseils. Cependant, la catégorie des conseils restreints a rapporté 62 % des revenus provenant des honoraires des conseillers (tandis que celle des conseils indépendants n'en a rapporté que 38 %). Ces chiffres reflètent le fait que la catégorie des conseils restreints comprend de très grandes sociétés qui, même si elles sont moins nombreuses, tiennent une part importante du total de ce marché.
- *Mode de paiement des conseillers* : les paiements facilités par les fournisseurs de produits sont la principale forme de rémunération des conseillers; ils représentent 81 % des commissions initiales et 74 % des frais continus, alors que 19 % et 26 %, respectivement, sont payés directement aux conseillers par le client.
- *Modes de facturation* : les principaux modes de facturation des conseillers sont le tarif horaire, la facturation en pourcentage de la valeur de l'investissement, les honoraires

²⁵⁹ On trouvera des renseignements complémentaires sur l'unité consultative au <https://www.fca.org.uk/firms/project-innovate-and-innovation-hub/advice-unit>.

²⁶⁰ On trouvera des renseignements complémentaires sur cette consultation au <https://www.gov.uk/government/consultations/amending-the-definition-of-financial-advice-consultation/amending-the-definition-of-financial-advice-consultation>.

²⁶¹ FCA Data Bulletin, octobre 2016, n° 7, <https://www.fca.org.uk/publication/data/data-bulletin-issue-7.pdf>

fixes ou une structure de facturation combinée, le mode le plus fréquent étant la facturation en pourcentage de la valeur de l'investissement. Certaines sociétés peuvent utiliser plusieurs modes de facturation.

- *Taux des honoraires* : dans le cas de la facturation en pourcentage de la valeur de l'investissement, le taux moyen pour une première consultation est de 1 % (au minimum) et de 3 % (au maximum). Pour ce qui est des frais continus, les taux moyens s'établissent à 0,5 % (au minimum) et à 1 % (au maximum). En ce qui a trait à la facturation horaire, le taux horaire le plus courant à l'échelle du pays est de 150 £ l'heure. La moyenne nationale des taux minimal et maximal varie de 150 £ à 195 £ l'heure, et connaît des variations régionales.

S'agissant des données sur les activités des fournisseurs de produits après la mise en œuvre des réformes issues du RDR, un rapport d'activités publié par l'Investment Management Association²⁶² indique que, de 2012 à 2015, les distributions brutes de fonds d'investissement aux investisseurs individuels au Royaume-Uni ont augmenté de 52 %, passant de 105,4 G£ à 160,2 G£.

3. *Australie – Future of Financial Advice*

Les réformes du secteur des conseils financiers intitulées Future of Financial Advice Reforms (les **réformes FOFA**) sont entrées en vigueur en Australie le 1^{er} juillet 2012. Leur principal objectif était d'améliorer la qualité des conseils financiers et l'accès des consommateurs australiens à ces conseils. Le respect de la nouvelle réglementation était volontaire au cours de la première année d'application et est devenu obligatoire le 1^{er} juillet 2013.

i. Champ d'application de la réglementation

La réglementation établie dans le cadre des réformes FOFA s'applique à tous les conseils donnés aux clients individuels sur les produits financiers qui leur sont destinés, sauf les produits d'assurance non-vie et les produits bancaires de base.

ii. Aperçu de la réglementation

Voici les principaux changements découlant des réformes FOFA.

- **Projet d'interdiction de la rémunération conflictuelle** : sont considérés comme une rémunération conflictuelle les avantages pécuniaires ou non pécuniaires dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils influent sur la distribution des produits financiers pour les clients individuels et les conseils sur ces produits. Il est proposé d'interdire les commissions initiales et les commissions de suivi, et toute forme de paiement fondé sur le volume est interdite pour la distribution de ces produits et la prestation de conseils à leur égard. Les commissions que les fournisseurs de produits versent aux conseillers à l'égard des investissements effectués avant l'entrée en vigueur des réformes FOFA ne sont pas interdites et peuvent demeurer. Les principaux objectifs de ce changement sont de mieux concilier les intérêts des conseillers et ceux des clients individuels, d'améliorer

²⁶² The Investment Association, *Summary of UK Domiciled Unit Trust / OEIC Sales 2006-2016*, <http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/press/2016/stats/stats0116-02.pdf>

la qualité des conseils ainsi que d'éliminer le risque d'influence des fournisseurs sur la recommandation du conseiller.

- **Régime de tarification des conseillers** : les conseillers sont censés convenir de leurs honoraires directement avec leurs clients et déclarer clairement ces honoraires. Le conseiller qui fournit des services continus pour lesquels les clients paient des frais continus, comme des honoraires établis en fonction des actifs, doit demander tous les deux ans aux clients d'accepter expressément (ou de renouveler) l'entente de services. De plus, il est interdit aux conseillers de facturer des honoraires établis en fonction des actifs sur les sommes empruntées par ou pour un client en vue d'acquérir des produits financiers. Si un client détient un portefeuille de produits acquis au moyen de sommes empruntées et non empruntées, le conseiller peut facturer des honoraires en fonction des actifs sur la partie du portefeuille acquise au moyen des sommes non empruntées.
- **Devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client** : sous réserve d'un critère de « mesures raisonnables »²⁶³, les conseillers doivent agir au mieux des intérêts de leurs clients et, lorsqu'ils fournissent des conseils personnels aux clients individuels, faire passer les intérêts des clients avant les leurs.
- **Déclaration annuelle sur les honoraires** : les conseillers doivent remettre à chaque client une déclaration annuelle qui comprend des renseignements des 12 derniers mois sur ce qui suit :
 - le montant des honoraires versés par le client;
 - les services qu'il avait le droit de recevoir;
 - les services qu'il a réellement reçus.

En 2014, le gouvernement australien nouvellement élu a présenté un projet de loi proposant plusieurs modifications aux nouvelles exigences établies dans le cadre des réformes FOFA, avec l'objectif de simplifier la réglementation et de réduire les coûts de conformité. En novembre 2015, le Sénat a adopté une motion concernant le projet de loi, qui rejetait plusieurs des modifications proposées et mettait par ailleurs en œuvre des modifications mineures et techniques²⁶⁴, dont aucune n'a éliminé ou modifié les principaux éléments susmentionnés des réformes FOFA.

²⁶³ S'ils peuvent démontrer que la personne inscrite prend des mesures raisonnables pour respecter les obligations de connaissance du client, de connaissance du produit, de convenance au client et de compétence, les fournisseurs de conseils peuvent se prévaloir d'une exonération.

²⁶⁴ Par exemple, l'une des modifications adoptées prolonge le délai imparti aux conseillers pour qu'ils remettent aux clients individuels les avis de renouvellement par acceptation expresse de l'entente de services et les déclarations sur les honoraires, le faisant passer de 30 à 60 jours après la date d'avis de renouvellement du client.

iii. *Répercussions : Examen des réformes FOFA après leur mise en œuvre*

Le 17 septembre 2014, l'Australian Securities and Investments Commission a communiqué les conclusions de son examen de la mise en œuvre des réformes FOFA²⁶⁵, dont les principales sont les suivantes :

- la plupart des courtiers inscrits n'ont pas modifié leurs offres de service par suite des réformes FOFA, bien que certains indiquent une augmentation des conseils proportionnels²⁶⁶;
- le tiers des personnes inscrites ont modifié la composition de leur liste de produits eu égard au devoir d'agir au mieux des intérêts du client et des obligations connexes instituées par les réformes FOFA²⁶⁷;
- le nombre de conseillers n'a pas changé;
- le secteur des conseils demeure concentré²⁶⁸, et les personnes inscrites sont souvent membres du même groupe que les émetteurs de produits financiers²⁶⁹;
- la plupart des personnes inscrites signalent des changements dans leurs sources de revenus, à savoir la réduction des commissions après l'entrée en vigueur de l'interdiction et l'augmentation des honoraires pour conseils;
- la plupart des personnes inscrites indiquent que les principales difficultés rencontrées dans la mise en œuvre des réformes résident dans l'obligation de produire des

²⁶⁵ Rapport n° 407 de l'ASIC, *Review of the financial advice industry's implementation of the FOFA reforms*, septembre 2014, <http://download.asic.gov.au/media/1845586/rep407-published-17-september-2014.pdf>. Les conclusions du rapport sont fondées sur l'examen, par l'ASIC, de 60 personnes inscrites qui représentent près de 10 000 conseillers offrant des services à 4,6 millions de clients individuels.

²⁶⁶ Les réformes FOFA permettent la prestation de « conseils proportionnels », à savoir une forme de conseils personnels à portée limitée, soit parce qu'ils constituent la réponse à un nombre limité de questions, soit parce qu'ils répondent à un besoin particulier de l'investisseur (en matière d'assurance ou d'épargne pour l'achat d'une résidence, par exemple). Selon l'ASIC, la qualité des « conseils proportionnels » doit néanmoins être aussi élevée que celle des conseils exhaustifs et, par conséquent, les conseils proportionnels sont soumis aux mêmes obligations légales que celles qui s'appliquent aux conseils exhaustifs, y compris l'obligation de s'assurer que les conseils fournis sont au mieux des intérêts du client.

²⁶⁷ Parmi les modifications apportées aux listes de produits approuvées, 14 % sont la diminution des types et du nombre de produits offerts, 11 % se rapportent à l'étalonnage et seulement 4 % sont l'augmentation des types ou du nombre de produits.

²⁶⁸ Plus de 90 % des clients individuels des titulaires de permis composant l'échantillon sont ceux des 15 plus importants titulaires (25 % de l'échantillon), la tranche restante de 75 % des titulaires composant l'échantillon ne comptant que 10 % des clients.

²⁶⁹ Dans le cas des grandes sociétés, 25 % des produits de leurs listes approuvées sont émis par des personnes apparentées.

déclarations sur les honoraires et dans les changements connexes qu'ils doivent apporter à leurs systèmes;

- les personnes inscrites estiment que le devoir d'agir au mieux des intérêts du client présente un risque futur de non-conformité relativement élevé : pour atténuer ce risque, elles ont revu leurs systèmes et leurs procédures de conseils, et la plupart se sont prévaluées de l'exonération rattachée aux « mesures raisonnables » pour démontrer leur respect du devoir d'agir au mieux des intérêts du client et des obligations connexes.

4. Nouvelle-Zélande – Examen des lois intitulées *Financial Advisers Act 2008* et *Financial Service Providers Act 2008*

En juillet 2016, le ministère du commerce, de l'innovation et de l'emploi (le MBIE, pour *Ministry of Business, Innovations & Employment*) de la Nouvelle-Zélande a publié les résultats de l'examen²⁷⁰ de deux lois qui régissent le secteur des services-conseils financiers, à savoir la *Financial Advisers Act 2008*²⁷¹ et la *Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008*.

L'examen de 2016 visait quatre grands objectifs :

- Garantir aux consommateurs l'accès aux conseils financiers dont ils ont besoin;
- Améliorer la qualité des conseils financiers;
- Offrir un environnement favorable et ne pas imposer de coûts de conformité, une complexité ni d'entraves à l'innovation induit;
- Garantir l'accès à des recours.

Le MBIE a conclu à la nécessité de réformes afin que le législateur délaisse la professionnalisation des conseillers pour se concentrer plutôt sur l'élaboration d'une réglementation équitable s'appliquant à tous ceux qui fournissent des conseils financiers. Il a indiqué que les réformes devaient être améliorées au moyen de consultations et qu'elles seraient officiellement présentées aux autorités législatives de la Nouvelle-Zélande à la fin de 2016.

²⁷⁰ Ministry of Business, Innovation & Employment – Factsheet – *Review of the operation of the Financial Advisers Act 2008 and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008* – juillet 2016,

<http://www.mbie.govt.nz/info-services/business/business-law/financial-advisers/review-of-financial-advisers-act-2008/pdf-document-library/factsheet-review-fa-fspa-13-july-2016.pdf>.

Rapport final :

<http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/business-law/Final%20report%20on%20the%20review%20of%20the%20FA%20and%20FSP%20Acts.pdf>.

²⁷¹ Le champ d'application de la *Financial Advisers Act* englobe les conseils donnés sur plusieurs produits financiers, notamment les titres de créance, les titres de capitaux propres, les produits d'investissement gérés, les contrats d'assurance liés à des placements et les dérivés. L'article 18 de cette loi indique les personnes qui sont autorisées à offrir aux clients individuels des services personnalisés se rapportant à certains produits financiers.

À l'heure actuelle, le MBIE prévoit apporter les modifications clés suivantes à la législation qui régit les conseils financiers :

- **Élimination de certaines limites réglementaires** : l'obligation que les conseils adaptés au consommateur soient fournis par une personne physique sera supprimée afin de permettre aux robots-conseillers d'offrir des conseils personnalisés.
- **Devoir d'agir au mieux des intérêts du client** : les personnes physiques ou les robots-conseillers qui fournissent des conseils financiers devront faire passer l'intérêt du consommateur en premier et n'offrir des conseils que s'ils sont compétents en la matière. Les conseillers financiers seront également assujettis à un code de conduite prévoyant des normes conformes aux obligations législatives. En outre, les conseillers devront se soumettre à la nouvelle obligation de protection du client en s'assurant que les consommateurs connaissent les limites des conseils qu'ils leur prodiguent, par exemple en ce qui a trait au nombre de produits et de fournisseurs qu'ils ont examinés.
- **Titres professionnels** : pour améliorer leur compréhension par les consommateurs, les titres professionnels actuels des conseillers financiers seront simplifiés.
- **Communication d'information** : l'obligation de transmettre de l'information plus significative pour tous les types de conseils sera introduite en vue d'améliorer la compréhension des consommateurs et la transparence. L'information sera simplifiée et abrégée pour inclure les renseignements essentiels sur la portée du service, la rémunération (y compris les commissions) et les compétences, et sera présentée dans des formats conviviaux.
- **Permis** : toute personne (ou tout robot-conseiller) qui fournit des conseils financiers devra être titulaire d'un permis. Il incombera à la société de se procurer le permis requis. Selon leur taille et leur nature, les sociétés qui demandent un permis disposeront d'une marge de manœuvre sur la manière de répondre aux critères d'obtention.
- **Lien plus étroit avec la Nouvelle-Zélande** : pour maintenir la fiabilité de la réglementation des marchés financiers de la Nouvelle-Zélande, les sociétés ne pourront détenir un permis que si leurs activités consistent en la prestation de services financiers à partir d'un établissement situé en Nouvelle-Zélande ou que si elles fournissent des services aux Néo-Zélandais.

Dans son rapport d'examen, le MBIE indique qu'il n'interdira pas les commissions de vente, car, selon lui, l'interdiction n'est pas une solution miracle qui améliorera la qualité des conseils. Il recommande de porter une attention à la conduite des personnes qui fournissent des conseils financiers, plutôt que d'interdire ou de restreindre les commissions. Le ministère est d'avis qu'une interdiction pourrait limiter l'accès aux conseils financiers, surtout que les Néo-Zélandais se montrent déjà peu enclins à payer ces frais. Le MBIE estime également que l'interdiction des commissions ne réglerait pas les conflits d'intérêts découlant des paiements indirects au moyen des commissions, des primes et de la vente de produits exclusifs.

Néanmoins, le MBIE indique que, de concert avec la New Zealand Financial Market Authority, il surveillera de près la conduite des conseillers afin de déterminer si ses réformes suffiront à garantir que les consommateurs ont accès à des conseils financiers de qualité et transparents.

5. Singapour

En mars 2012, l'autorité monétaire de Singapour (la **MAS**, pour *Monetary Authority of Singapore*) a annoncé le lancement de l'examen du secteur des conseils financiers (le **FAIR**, pour *Financial Advisory Industry Review*) en vue de rehausser les normes de pratique dans ce secteur et d'améliorer l'efficacité de la distribution de produits d'assurance vie et d'investissement à Singapour. Une commission, présidée par la MAS et comptant des représentants d'associations sectorielles, d'organismes de consommateurs et d'investisseurs, du milieu universitaire et des médias ainsi que d'autres parties intéressées (la **commission FAIR**), a été établie en avril 2012 pour réaliser l'examen. En janvier 2013, elle a publié ses recommandations²⁷², regroupées sous les thèmes clés suivants :

- rehausser la compétence des conseillers financiers;
- améliorer la qualité des sociétés qui fournissent des conseils financiers;
- faire de la consultation financière un service spécial;
- diminuer les coûts de distribution;
- promouvoir une culture de traitement équitable.

En particulier, la commission FAIR a recommandé d'interdire aux sociétés qui fournissent des conseils financiers de verser à leurs conseillers une rémunération incitative en espèces ou autre qu'en espèces qui :

- est liée au volume de ventes d'un produit d'investissement en particulier;
- dépasse les commissions habituellement versées aux conseillers financiers pour la vente de ce produit d'investissement.

En réponse aux mémoires reçus dans le cadre de la consultation publique sur la recommandation de la commission FAIR, la MAS indique qu'elle ne modifierait pas la structure de rémunération des conseillers financiers en plafonnant ou en interdisant les commissions²⁷³, pour les raisons qui suivent :

- dans un sondage réalisé par la MAS en avril 2012, 80 % des répondants affirment qu'ils ne sont pas disposés à payer une commission initiale pour recevoir des conseils;
- la mise en œuvre d'un régime de rémunération à honoraires pourrait obliger les consommateurs à payer davantage pour assurer leur protection ou répondre à leurs besoins en matière d'investissement, particulièrement ceux qui possèdent de petits placements;

²⁷² Monetary Authority of Singapore, *Consultation on Recommendations of the Financial Advisory Industry Review*, mars 2013, http://www.mas.gov.sg/~media/resource/publications/consult_papers/2013/5%20Mar%202013%20Consultation%20Paper%20on%20FAIR.pdf.

²⁷³ Monetary Authority of Singapore, *Response to Feedback Received – Public Consultation on Recommendations of the Financial Advisory Industry Review*, septembre 2013, p. 55, <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Response%20to%20Feedback%20Received%20on%20Public%20Consultation%20on%20Recommendations%20of%20the%20Financial%20Advisory%20Industry%20Review.pdf>.

- d'autres conséquences non voulues pourraient en résulter, comme la diminution du nombre de conseillers financiers dans le secteur, ce qui aggraverait le manque de planification chez les consommateurs en matière de finances et de protection.

La MAS a indiqué qu'elle tiendra compte de l'efficacité des mesures en vigueur et de l'expérience d'autres territoires dotés d'un régime obligatoire de rémunération à honoraires.

En 2015, en vertu du nouveau règlement intitulé *Financial Advisers Remuneration and Incentive Regulations*, la MAS a plafonné certaines commissions que les conseillers financiers peuvent tirer de la vente de polices d'assurance vie²⁷⁴. L'entrée en vigueur du règlement, prévue pour janvier 2016, a été reportée au mois de janvier 2017 à la demande des participants du secteur qui réclamaient plus de temps pour mettre en œuvre les changements.

6. Union européenne – Directive concernant les marchés d'instruments financiers II (la directive MiFID II)

La directive MiFID II est conçue pour tenir compte de l'évolution de l'environnement de négociation depuis la mise en œuvre de la directive MiFID en novembre 2007 et, compte tenu de la crise financière, améliorer le fonctionnement des marchés des capitaux en accroissant leur efficacité, leur résilience et leur transparence. Cette directive, entrée en vigueur le 2 juillet 2014, doit être transposée dans les législations nationales des États membres au plus tard le 3 juillet 2017 et s'appliquer de façon générale dans les États membres de l'Union européenne au plus tard le 3 janvier 2018²⁷⁵.

i. Champ d'application de la réglementation

La directive MiFID II introduit de nouvelles mesures de protection des investisseurs, notamment l'interdiction pour les conseillers et les gestionnaires de portefeuille indépendants (gestion de portefeuille sous mandat discrétionnaire) de recevoir des incitations. Cette interdiction s'applique à tous les « instruments financiers » visés par la directive MiFID II que ces personnes distribuent à des clients institutionnels ou individuels (y compris à des fonds).

²⁷⁴ Pour un complément d'information, voir

<http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/2015/explanatory-brief-financial-advisers-amendment-bill-2015-and-insurance-bill-2015.aspx> et <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Annex%2017%20New%20Financial%20Advisers%20Remuneration%20and%20Incentive%20Regulations.pdf>

²⁷⁵ On trouvera plus de détails au sujet de la réglementation sur le site Web de la Commission européenne, au http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_fr.htm.

ii. *Aperçu de la réglementation*

Voici un aperçu des principales mesures de protection des investisseurs introduites par la directive MiFID II :

- **Interdiction des incitations** : les sociétés qui fournissent des conseils ou des services de gestion de portefeuille indépendants ne peuvent accepter ni conserver²⁷⁶ de droits, de commissions ni d'autres avantages pécuniaires ou non pécuniaires versés par des tiers relativement aux conseils ou aux services fournis. Les avantages non pécuniaires mineurs offerts par des tiers (comme une formation sur les caractéristiques d'un produit) sont permis, aux conditions suivantes : *a*) ils sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client; *b*) leur grandeur et leur nature sont telles qu'ils ne peuvent être considérés comme empêchant le respect par la société d'agir au mieux des intérêts du client; et *c*) ils sont clairement signalés. Il est encore permis de verser des commissions pour des conseils non indépendants (par exemple concernant les produits maison). Toutefois, ces commissions doivent répondre aux critères suivants : *a*) elles ont pour objet d'améliorer la qualité du service concerné au client; *b*) elles ne doivent pas nuire au respect de l'obligation de la société d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients; et *c*) elles sont déclarées au client d'une manière complète, exacte et compréhensible avant que le service concerné soit fourni.
- **Conseils indépendants ou non indépendants** : les sociétés doivent dire à l'avance à leurs clients si des conseils sont fournis de manière indépendante ou s'ils reposent sur une analyse plus restreinte du marché et, en particulier, si l'éventail se limite aux instruments financiers émis ou offerts par des entités apparentées. Les sociétés qui fournissent des conseils de manière indépendante doivent évaluer un éventail suffisant d'instruments financiers diversifiés offerts sur le marché et ne doivent pas se limiter à ceux qui sont émis par elles-mêmes ou par des entités apparentées.
- **Services groupés** : les sociétés doivent informer leurs clients de la possibilité ou non de se procurer séparément certaines composantes d'un service groupé, et leur donner de l'information sur les coûts et les frais de chacune des composantes.
- **Adéquation** : les exigences d'adéquation existantes s'appliquant aux entreprises d'investissement qui fournissent des conseils en investissement ou des services de gestion de portefeuille comprennent dorénavant l'obligation de tenir compte de la tolérance au risque du client et de sa capacité à subir des pertes²⁷⁷. En outre, lorsqu'une entreprise d'investissement recommande des services ou des produits groupés, toutes les composantes de ceux-ci doivent convenir au client. Enfin, les sociétés qui offrent des conseils en investissement doivent remettre au client, avant la réalisation de l'opération

²⁷⁶ Une société peut accepter la rémunération versée par les tiers si elle ne la conserve pas et qu'elle la transfère en totalité au client.

²⁷⁷ Les exigences d'adéquation actuellement prévues par la directive MiFID comprennent l'obligation de recueillir des renseignements sur les connaissances, l'expérience, la situation financière et les objectifs d'investissement du client.

ou immédiatement après qu'il devient lié par un accord, une déclaration d'adéquation précisant de quelle manière les conseils répondent à ses préférences, objectifs et autres caractéristiques.

- **Information sur les coûts et les frais** : les sociétés doivent communiquer de l'information sur l'ensemble des coûts et des frais, y compris le coût des conseils et des produits, le mode de paiement et le détail de tout paiement par des tiers. Les coûts et les frais doivent être totalisés pour que le client comprenne bien le coût total ainsi que l'effet cumulatif sur le rendement de l'investissement (et une ventilation par poste doit être fournie au client qui en fait la demande). Le cas échéant, l'information sur les coûts et les frais doit être communiquée au minimum chaque année après la vente.
- **Gouvernance en matière de produits** : les sociétés qui conçoivent des instruments financiers doivent mettre en place un processus de validation des produits qui définit leur marché cible et évalue tous les risques pertinents. Les sociétés qui offrent des instruments financiers qu'elles ne conçoivent pas doivent comprendre les caractéristiques de ces produits, y compris le marché cible.

iii. Répercussions

Étant donné que les nouvelles exigences ne s'appliqueront pas avant 2018, les répercussions de ces mesures ne peuvent pas encore être déterminées.

7. Pays-Bas – Interdiction des commissions (provisieverbod)

Le 1^{er} janvier 2013, l'autorité des marchés financiers des Pays-Bas (l'**AFM**) a décrété une interdiction complète des commissions sur les produits financiers hors du champ d'application de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (la **directive MiFID**) initiale de l'Union européenne, comme sur les hypothèques et l'assurance vie, dans le but d'effectuer un virage culturel vers des conseils axés sur le client et de mettre fin à la distribution motivée par les produits financiers. Le 1^{er} janvier 2014, l'interdiction a été étendue à tous les services d'investissement destinés aux clients individuels (par exemple les conseils (indépendants ou restreints) en matière d'investissement, l'exécution d'ordres seulement et la gestion de portefeuille (pour clients individuels)) concernant des produits financiers visés par la directive MiFID, comme les fonds.

i. Champ d'application de la réglementation

L'interdiction des commissions s'applique dorénavant à l'ensemble des produits financiers distribués dans le cadre de services de gestion de portefeuille (clients individuels), de conseils en matière d'investissement ou d'exécution d'ordres seulement. Les produits visés par l'interdiction comprennent les prêts hypothécaires, les assurances (sauf les assurances de dommages)²⁷⁸, les produits d'épargne comme les rentes, ainsi que les fonds d'investissement.

²⁷⁸ Pour déterminer les produits visés par l'interdiction, le ministère des Finances a pris en compte *i*) la complexité des produits et *ii*) l'intensité de la concurrence des produits sur le marché. Si un produit faisait l'objet d'une forte concurrence entre les fournisseurs et si les consommateurs le comprenaient bien et connaissaient les fournisseurs, il n'était pas visé par l'interdiction. Par conséquent, tandis que l'assurance automobile ainsi que l'assurance des biens

ii. *Aperçu de la réglementation*

Voici les principaux éléments des réformes :

- **Interdiction des incitations** : il est interdit de verser des commissions sur tous les produits financiers²⁷⁹. Les conseillers doivent établir des prix distincts pour les conseils et les services d'intermédiation. Les intermédiaires et les consommateurs conviennent des frais d'un commun accord. Afin d'aider les consommateurs à répartir dans le temps les coûts de distribution, les consommateurs et les intermédiaires peuvent convenir d'un étalement du paiement sur une période définie (d'au plus 24 mois).
- **Méthode du prix coûtant** : les honoraires demandés pour les conseils doivent couvrir les frais engagés pour la prestation des conseils. Les fournisseurs de produits financiers qui sont également des conseillers (distribution directe) doivent aussi s'assurer que les honoraires qu'ils demandent pour les conseils et les services d'intermédiation sont rentables et qu'ils ne sont pas inférieurs aux coûts directs associés à la prestation des conseils et des services d'intermédiation.
- **Transparence de la rémunération** : les conseillers doivent établir un document d'information sommaire indiquant ce qui suit :
 - les frais qu'ils facturent (à l'investisseur moyen);
 - le type de conseils qu'ils offrent et leur portée;
 - les coûts qu'ils assument.

Le document doit être remis aux investisseurs avant la réalisation d'une opération et permettre une comparaison facile des frais et de la portée des conseils de différents conseillers.

- **Test de connaissances et d'expérience pour les services d'exécution d'ordres** : les consommateurs qui déclarent leur intention de se procurer des services d'exécution d'ordres doivent d'abord subir un test de connaissances et d'expérience pour montrer qu'ils possèdent les connaissances et l'expérience nécessaires pour se procurer de tels services²⁸⁰.

meubles et l'assurance responsabilité civile échappent à l'interdiction, l'assurance vie et l'assurance des frais funéraires y sont soumises.

²⁷⁹ Les principaux éléments des réformes sont présentés dans un rapport d'Oxera Consulting intitulé *Regulating remuneration systems: effective distribution of financial products*, janvier 2015, p. 24-29, http://www.oxera.com/getmedia/c28539cd-c6dc-42e4-9940-a624b0ff47ea/Remuneration-systems_Final-report_Jan_2015.pdf.aspx?ext=.pdf.

²⁸⁰ Bien qu'elle permette aux consommateurs d'acheter des produits financiers sans obtenir de conseils (exécution d'ordres), l'AFM a indiqué que de tels conseils devraient être recommandés à la plupart d'entre eux, surtout si les produits sont complexes. En réponse aux préoccupations selon lesquelles l'obligation des consommateurs de payer pour obtenir des conseils pourrait entraîner une augmentation injustifiée de la demande de produits sans conseils, l'AFM a mis en place un test de connaissances et d'expérience. Il est difficile de déterminer comment elle veille au respect de cette exigence.

iii. Répercussions

Étant donné la mise en œuvre de divers règlements connexes aux Pays-Bas entre 2009 et 2013, il est difficile de distinguer les répercussions de l'interdiction de celles des autres règlements. Le marché des conseils financiers semble s'être consolidé au cours des dernières années, ce qui n'est toutefois pas nécessairement attribuable à l'interdiction des commissions, le mouvement de consolidation ayant été amorcé avant la mise en œuvre de l'interdiction. Une évaluation globale des répercussions de l'interdiction est prévue au premier semestre de 2017. À ce jour, des données empiriques laissent entendre que :

- l'interdiction pourrait avoir entraîné une diminution des honoraires payés pour obtenir des conseils;
- les consommateurs pourraient être plutôt réticents à payer des honoraires pour obtenir des conseils et être moins enclins à le faire. Les données concernant les prêts hypothécaires et les rentes laissent entendre que les consommateurs choisissent plus souvent des services d'exécution d'ordres.

8. Allemagne – Loi sur le renforcement de la protection des investisseurs et loi sur les conseils financiers à honoraires

Dans la foulée de la crise financière de 2007 et 2008, l'autorité fédérale allemande de régulation des marchés financiers (la **BaFin**, pour *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) a introduit un train de réformes visant à améliorer la qualité des conseils financiers prodigués aux consommateurs. Plus particulièrement, la loi sur le renforcement de la protection des investisseurs et l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers (la **Loi sur la protection des investisseurs**) est entrée en vigueur en novembre 2012. Cette réforme a été suivie de l'entrée en vigueur, en août 2014, d'une loi sur la promotion et la réglementation des conseils à honoraires en matière d'investissement relatifs aux instruments financiers (la **Loi sur les conseils à honoraires**).

i. Champ d'application de la réglementation

Les nouvelles règles visent à rehausser la qualité des conseils au moyen d'une surveillance accrue et du développement des compétences des conseillers, ainsi que de l'amélioration de la transparence des commissions et des honoraires versés relativement aux conseils en matière d'investissement²⁸¹.

ii. Aperçu de la réglementation

La Loi sur la protection des investisseurs contient notamment les trois dispositions suivantes concernant les conseils financiers :

²⁸¹ On trouvera des renseignements supplémentaires au https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1407_honorar-anlageberatung_e_n.html et dans un rapport de RAND Corporation rédigé par Jeremy Burke et Angela A. Hung, *Financial Advice Markets: a cross-country comparison*, octobre 2015, p. 14-16, http://www.rand.org/pubs/research_reports/RR1269.html.

- **Fiche d'information sur le produit** : les conseillers financiers doivent fournir à leurs clients une courte fiche d'information sur chaque produit d'investissement dont ils recommandent l'achat. La fiche doit contenir tous les renseignements dont l'investisseur a besoin pour comparer en toute connaissance de cause les divers instruments financiers, y compris la nature et le fonctionnement de l'instrument financier recommandé ainsi que les coûts et les risques qui y sont associés.
- **Surveillance accrue des conseillers** : les établissements doivent déclarer à la BaFin les employés qui prodiguent des conseils financiers aux clients ainsi que toute plainte formulée contre un conseiller concernant des conseils prodigués. À partir de ces renseignements, la BaFin a conçu une base de données qui l'aide à détecter les abus et à y donner suite.
- **Développement des compétences des conseillers** : les institutions financières doivent s'assurer que leurs conseillers ont les compétences nécessaires pour donner des conseils financiers. Plus particulièrement, tous les conseillers doivent posséder des compétences en droit des contrats et des valeurs mobilières et connaître le fonctionnement, les risques et les coûts des instruments financiers sur lesquels ils donnent des conseils.

Sur le marché allemand, les commissions sont le modèle de rémunération le plus répandu des conseils en matière d'investissement. La BaFin indique que, bien que les conseillers soient juridiquement tenus d'informer leurs clients de toute incitation qu'ils reçoivent de fournisseurs de produits ou d'émetteurs d'instruments financiers, de nombreux clients ne sont pas au courant de ces conflits d'intérêts. La Loi sur les conseils à honoraires a été adoptée dans le but d'améliorer la transparence de la rémunération des conseillers et de favoriser la fourniture de conseils non conflictuels. Elle introduit la notion de « conseils à honoraires en matière d'investissement », protégée par la loi, et impose des restrictions particulières aux conseillers qui souhaitent devenir à honoraires seulement.

Afin que leurs services soient désignés comme des conseils à honoraires en matière d'investissement, les institutions financières doivent s'enregistrer auprès de la BaFin en lui soumettant une attestation d'audit selon laquelle leurs conseillers satisfont aux exigences suivantes :

- **Rémunération versée seulement par le client** : pour favoriser la fourniture de conseils financiers non conflictuels, les conseillers financiers à honoraires seulement doivent être rémunérés directement par leurs clients et ne doivent pas recevoir d'incitations de la part de tiers²⁸².
- **Gamme adéquate de produits financiers** : pour formuler des recommandations, le conseiller doit se fonder sur une gamme suffisamment diversifiée de produits en ce qui concerne les fournisseurs et les émetteurs d'instruments financiers. Le conseiller financier qui a des liens avec un fournisseur de produits doit s'assurer que sa gamme est assez large pour lui permettre de formuler des recommandations qui conviennent à ses

²⁸² Lorsque ni l'instrument financier recommandé ni un autre instrument comparable adapté ne sont offerts sans commission, le conseiller en placement à honoraires peut faire la recommandation, et toute commission reçue doit être entièrement transférée au client dès réception.

clients. Il est interdit aux conseillers en placement à honoraires d'offrir uniquement des instruments financiers de vendeurs ou d'émetteurs qui entretiennent des liens étroits avec la société d'investissement à laquelle ils appartiennent ou avec lesquels ils ont d'autres liens financiers. Les conseils doivent dans tous les cas être axés sur le marché.

- **Déclaration des liens avec les concepteurs de produits** : le conseiller financier qui a des liens avec un concepteur de produits doit les déclarer à ses clients.
- **Séparation des fonctions et séparation organisationnelle** : les institutions financières qui fournissent des conseils à honoraires en matière d'investissement doivent séparer les conseillers à honoraires seulement des conseillers classiques afin de s'assurer que les conseils à la commission n'influencent pas les conseils à honoraires. En outre, il est interdit aux sociétés de fixer pour leurs conseillers à honoraires seulement des objectifs de vente qui pourraient être contraires aux intérêts des clients.

Afin de promouvoir les services des « conseillers à honoraires », nouveau titre protégé par la loi, et d'en assurer l'accès, la BaFin a établi et mis à la disposition des investisseurs allemands un registre public des conseillers à honoraires accrédités.

iii. Répercussions

Les répercussions des réformes sont inconnues pour le moment.

9. Suède – Proposition d'interdire les commissions dans le secteur financier

Le 3 février 2016, la Finansinspektionen, l'autorité suédoise de surveillance des marchés financiers (la **FI**), a publié un rapport sur ses recherches portant sur les moyens d'améliorer le marché suédois de l'épargne²⁸³. Elle a constaté sur ce marché des problèmes attribuables aux conflits d'intérêts créés lorsque des conseillers et des intermédiaires reçoivent des commissions des fournisseurs de produits. Elle souligne que la valeur de ces commissions varie considérablement selon les produits et les sociétés, ce qui crée un conflit d'intérêts très difficile à gérer. Ses recherches ont montré que les titres de fonds distribués par l'entremise de conseillers comportent des frais plus élevés que, par exemple, ceux distribués sur des plateformes de négociation. La FI a proposé d'interdire tous les types de commissions, étant donné que les règles actuelles de gestion des conflits d'intérêts et les mesures d'autoréglementation du secteur des conseils financiers ne suffisaient pas à répondre aux enjeux soulevés.

i. Champ d'application de la proposition

Considérant qu'il s'agit d'une mesure nécessaire afin d'améliorer le fonctionnement du marché de l'épargne, la FI a proposé d'interdire toute commission sur les conseils en matière d'investissement, les services de gestion de portefeuille et l'assurance vie avec une composante d'investissement, même si l'interdiction ne résolvait pas tous les problèmes auxquels les épargnants suédois sont confrontés.

²⁸³ Finansinspektionen – *A Necessary Step for a Better Savings Market*, 3 février 2016, http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/2016/battre_sparandemarknad_engNY.pdf.

ii. *Aperçu de la proposition*

La FI a exposé les motifs à l'appui de sa proposition et examiné les préoccupations soulevées au sujet de l'interdiction des commissions et de ses conséquences éventuelles. Voici un aperçu de ses conclusions :

- **Carences du marché** : sur le marché de l'épargne, les consommateurs sont désavantagés sur le plan de l'information par rapport aux sociétés qui offrent des produits et des services financiers. Ils ne sont pas en mesure de juger de la qualité ou du prix des produits et des services, ce qui les empêche d'influencer le marché. À l'heure actuelle, les conseils financiers accentuent le désavantage des consommateurs en matière d'information, car ils sont influencés par la valeur des commissions versées par les fournisseurs plutôt que par les besoins des consommateurs.
- **Entrave à la concurrence** : certains craignent que l'interdiction des commissions nuise à la concurrence sur le marché des conseils en favorisant les grandes banques. La FI estime au contraire que cette interdiction serait nécessaire afin de stimuler la concurrence en forçant les conseillers indépendants à offrir des conseils réellement indépendants et d'ébranler la position dominante des banques sur ce marché.
- **Importants ajustements dans le secteur** : l'interdiction des commissions obligerait le secteur financier suédois à apporter d'importants ajustements et à engager des coûts de transition considérables. En raison de l'obligation de transparence dans les prix, les sociétés qui offrent des conseils financiers devront démontrer la valeur ajoutée, tandis que les fournisseurs qui versent des commissions élevées pour faire entrer leurs produits sur le marché devront plutôt rivaliser sur le plan des prix et de la qualité. La FI est d'avis que cette obligation de transparence se traduira par des services-conseils simplifiés et un plus grand choix de produits à faible coût et que, à long terme, les avantages d'un meilleur fonctionnement du marché de l'épargne seront plus importants que les coûts de transition.
- **Carence en matière de conseils** : quant aux préoccupations selon lesquelles des sociétés pourraient cesser d'offrir des conseils par suite de l'interdiction des commissions, ce qui pourrait entraîner une pénurie de services-conseils pour le consommateur ayant des actifs modestes à investir, la FI ne trouve aucune preuve empirique. Elle ajoute que l'affirmation que les consommateurs ne voudront pas payer pour obtenir des conseils n'est pas un bon argument pour remettre en question l'interdiction des commissions, car les consommateurs ont toujours payé, or le prix est maintenant transparent. À son avis, grâce à la transparence des prix, les consommateurs ont la possibilité d'influencer l'offre de services-conseils. Si, à l'heure actuelle, les services-conseils sont considérés comme coûteux par rapport à la valeur qu'ils procurent, d'autres types de services-conseils pourraient voir le jour, à savoir des services moins coûteux et adaptés en fonction du prix que les consommateurs sont disposés à payer. En conséquence, la FI estime que la transparence des prix des conseils peut entraîner une simplification des services-conseils et une meilleure adaptation de ceux-ci aux besoins des consommateurs.

Le 24 mai 2016, le ministre suédois des marchés financiers et de la consommation a annoncé que le gouvernement proposera des dispositions législatives en réponse aux directives de l'Union européenne telles que la directive MiFID II et la directive sur l'intermédiation en assurance, mais

que, à ce stade-ci, il n'introduirait pas d'interdiction générale de la rémunération ou des commissions versées par des tiers²⁸⁴.

²⁸⁴ Jonathan Boyd, « Swedish government proposes not to ban commission-led sales », *Investment Europe*, 24 mai 2016, <http://www.investmenteurope.net/regions/sweden/finland/norway/swedish-government-proposes-not-ban-commission-led-sales/>.

ANNEXE D LISTE DES QUESTIONS DE LA CONSULTATION

Partie 2

1. Convenez-vous des enjeux exposés dans cette partie? Pourquoi?
2. Existe-t-il d'autres enjeux ou problèmes importants liés aux commissions intégrées? Veuillez, si possible, présenter des données qui illustrent votre argument.
3. Les commissions intégrées comportent-elles des avantages importants —accès aux conseils, efficacité et rentabilité des modèles d'affaires, concurrence accrue — qui l'emporteraient parfois ou toujours sur les enjeux ou les problèmes qui y sont liés? Veuillez, si possible, présenter des données qui illustrent votre argument.

Partie 3

4. Dans le cas de chacun des produits d'investissement suivants, placés au moyen d'un prospectus ou sur le marché dispensé sous le régime d'une dispense de prospectus :
 - OPC
 - fonds d'investissement à capital fixe
 - billet structuré
 devrait-on abandonner les commissions intégrées? Dans la négative :
 - a. Sur quel fondement devrait-il être exclu?
 - b. Quel serait le risque que des arbitrages réglementaires soient faits sur le marché dispensé si les commissions intégrées n'étaient abandonnées que pour les produits placés au moyen d'un prospectus?
5. Y a-t-il des types particuliers d'OPC, de fonds d'investissement à capital fixe ou de billets structurés pour lesquels les commissions intégrées ne devraient pas être abandonnées? Pourquoi?
6. Y a-t-il d'autres types de produits d'investissement pour lesquels les commissions intégrées devraient être abandonnées? Pourquoi?
7. Adhérez-vous à la proposition d'abandonner tous les paiements faits par d'autres personnes que l'investisseur pour la souscription ou la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés? Pourquoi?
8. Devrions-nous envisager d'abandonner d'autres frais ou paiements relativement à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés, notamment :
 - a. le versement de sommes d'argent et la fourniture d'avantages non pécuniaires par les gestionnaires de fonds d'investissement aux courtiers et aux représentants en vertu de la partie 5 du Règlement 81-105;

- b. les commissions d'indication de clients;
- c. les commissions de placement?

Pourquoi? Ces types de frais et de commissions présentent-ils un risque d'arbitrage réglementaire et, dans l'affirmative, de quelle ampleur?

9. Si le versement de sommes d'argent et la fourniture d'avantages non pécuniaires aux courtiers et aux représentants pour le soutien d'activités de commercialisation et de formation en vertu de la partie 5 du Règlement 81-105 sont maintenus après l'abandon des commissions intégrées, devrions-nous envisager de modifier la portée de ces versements et avantages? Dans l'affirmative, pourquoi?
10. En ce qui a trait aux paiements de transfert internes :
 - a. Le Règlement 81-105, qui régit les paiements au sein de fournisseurs de services financiers intégrés, assure-t-il un traitement égal entre les fonds en propres et les fonds de tiers?
 - b. Devrait-on abandonner les paiements de transfert internes à des courtiers membres de fournisseurs de services financiers intégrés qui sont liés à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés? Pourquoi? Dans quelle mesure les fournisseurs de services financiers intégrés font-ils directement ou indirectement des paiements de transfert internes à leurs courtiers membres et à leurs représentants afin de les inciter à distribuer leurs produits?
 - c. Devrait-on abandonner certains types de paiements de transfert internes qui ne sont pas liés à la souscription ou à la détention de titres de fonds d'investissement ou de billets structurés par un investisseur?
11. Si nous décidions d'abandonner les commissions intégrées, devrions-nous autoriser les gestionnaires de fonds d'investissement ou les émetteurs de billets structurés à faciliter le paiement de la rémunération du courtier par l'investisseur en la prélevant sur l'investissement de celui-ci et en la remettant en son nom au courtier?

Partie 4

Recherche de solutions

12. Compte tenu des données et des éléments probants fournis dans la présente partie, la proposition d'abandonner les commissions intégrées répondrait-elle aux trois principaux enjeux de protection des investisseurs et d'efficacité du marché traités dans la partie 2?
13. Pour répondre à ces préoccupations, les ACVM pourraient-elles prendre d'autres mesures que l'abandon des commissions intégrées, conjointement ou séparément?
14. Le passage à des mécanismes de rémunération directe risque-t-il d'entraîner d'autres conflits d'intérêts qui ne seraient pas encadrés par la réglementation actuelle des valeurs mobilières?

Changements dans l'expérience des investisseurs et les résultats qu'ils obtiennent

15. Selon vous, quel effet l'abandon des commissions intégrées aurait-il sur l'expérience des investisseurs et les résultats qu'ils obtiennent? Plus particulièrement :

- Les investisseurs recevront-ils des conseils et des services financiers qui concordent davantage avec les honoraires qu'ils paient?
- Quel effet la proposition aura-t-elle sur le développement des conseils automatisés? Cet effet est-il susceptible d'être avantageux pour les investisseurs?
- Y a-t-il des chances que les conseils discrétionnaires gagnent en popularité au Canada comme cela a été le cas dans les autres marchés qui ont délaissé les commissions intégrées et, le cas échéant, ce changement serait-il positif ou négatif pour les investisseurs?
- Quel effet la proposition aura-t-elle sur la croissance du réseau des courtiers en ligne et des courtiers exécutants et le coût des fonds offerts dans ce réseau? Cet effet est-il susceptible d'être avantageux pour les investisseurs?
- Quel effet la proposition aura-t-elle sur le coût et l'étendue des conseils fournis à des segments particuliers d'investisseurs?

16. Quels sont les types de mécanismes de paiement susceptibles de découler de cette proposition, si elle est adoptée? Plus particulièrement :

- Les mécanismes de paiement proposés par les courtiers différeraient-ils selon le segment d'investisseurs? Dans l'affirmative, expliquez en quoi et pour quelles raisons.

17. Pensez-vous que la proposition entraînerait une carence en matière de conseils? Plus particulièrement :

- Quels segments du marché risquent d'être touchés? Prière de considérer la segmentation en fonction du patrimoine, de facteurs géographiques (taille et emplacement de l'agglomération, par exemple, éloignée, petite, moyenne ou grande), de l'âge, des connaissances technologiques, du nombre de titres de fonds que détiennent les ménages, etc.
- Souscrivez-vous à notre définition de « carence en matière de conseils »?
- Devrions-nous faire une différence entre la carence en matière de conseils « en personne » et la carence en matière de conseils en général?
- Quels types de conseils ou de services actuellement offerts seraient le plus touchés par la proposition?
- Y a-t-il des interactions potentielles entre la présente proposition, les réformes en cours telles que la deuxième phase du MRCC et d'autres réformes éventuelles comme celles énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM qui pourraient avoir un effet sur l'importance d'une possible carence en matière de conseils?
- Comment pourrions-nous atténuer une éventuelle carence en matière de conseils, de conseils en personne ou de services financiers?

- Pensez-vous que les conseils en ligne pourraient atténuer une carence en matière de conseils? Dans l'affirmative, expliquer de quelle manière.
- Pensez-vous que le fait que les courtiers appartenant à une institution de dépôt ou à un assureur détiennent une part importante du marché de la distribution des titres de fonds au Canada influera sur la probabilité qu'apparaisse une carence en matière de conseils ou sur l'importance de celle-ci?

Évolution du secteur indépendamment de la décision des autorités de réglementation d'abandonner les commissions intégrées

18. Étant donné les changements que nous avons constatés dans le secteur ces dernières années (réduction des frais, introduction de séries de fonds pour les investisseurs indépendants, simplification des séries de fonds, réductions automatiques des frais, facilitation de l'accès aux options de souscription à honoraires, etc.), quelle est la probabilité que le secteur des fonds d'investissement délaisse les commissions intégrées en l'absence de mesures réglementaires? Plus particulièrement :

- Le secteur continuera-t-il à délaisser les commissions intégrées si les ACVM ne donnent pas suite à la proposition? Plus particulièrement :

19. La figure 8 illustre-t-elle fidèlement les options de souscription offertes aux investisseurs selon le réseau, la taille du compte ou le type de société?

- Selon vous, les options de paiement et les modèles d'entreprise évoluent-ils en ce moment?
- De quelle manière évolueraient-ils au fil du temps si les ACVM décidaient de ne pas mettre en œuvre la proposition?

20. Nous constatons que la distribution de séries à honoraires demeure relativement limitée au Canada par rapport à d'autres marchés. Existe-t-il des obstacles propres au Canada (sur le plan structurel, opérationnel ou réglementaire, ou du point de vue de la demande des investisseurs, par exemple) qui limitent l'utilisation de ces séries par les courtiers?

Répercussions potentielles sur la concurrence et la structure du marché

21. Veuillez décrire les répercussions de l'abandon des commissions intégrées sur la concurrence et la structure du marché, et indiquer si vous acquiescez ou non à l'analyse présentée à la partie 4. Plus particulièrement :

- Pensez-vous que la proposition aura des répercussions sur le niveau de regroupement ou d'intégration au sein du secteur? Qu'en est-il de la concentration des actifs des investisseurs du marché de masse placés dans des produits gérés par des courtiers appartenant à des institutions de dépôt?
- Quelles répercussions d'éventuels regroupements pourraient-ils avoir sur les résultats obtenus par l'investisseur et l'efficacité du marché?
- Selon vous, quelles occasions la mise en œuvre de la proposition offrirait-elle et quels défis poserait-elle aux divers groupes de parties prenantes du secteur?

- les courtiers indépendants;
 - les sociétés de fonds indépendantes;
 - les fournisseurs de services financiers intégrés;
 - les courtiers en épargne collective;
 - les courtiers membres de l'OCRCVM;
 - les courtiers en ligne et les courtiers exécutants.
- Quelle est la probabilité qu'apparaisse de l'arbitrage réglementaire sur les produits financiers similaires, tels que les fonds distincts et les produits d'institutions de dépôt, et quelle en serait l'ampleur?
 - De quelle manière les courtiers en épargne collective et les agents d'assurance qui sont titulaires des deux permis seraient-ils touchés?
 - La proposition favorisera-t-elle l'émergence de nouveaux fournisseurs à faible coût sur le marché? Pour quelles raisons et de quelle manière?
 - L'interaction entre la présente proposition et les celles énoncées dans le Document de consultation 33-404 des ACVM vous incite-t-elle à changer vos réponses aux questions ci-dessus et, le cas échéant, de quelle manière?
 - L'abandon des commissions intégrées aurait-il pour effet de réduire le nombre de séries de fonds et la complexité des frais comme nous le prévoyons?
 - Les fournisseurs de services financiers intégrés seraient-ils avantagés du fait qu'ils peuvent faire de la vente croisée et de l'interfinancement entre leurs secteurs d'activité? Dans l'affirmative, de quelle manière?
 - Quels effets le développement des conseils en ligne pourrait-il avoir sur la concurrence? Sont-ils susceptibles d'être importants et positifs?
22. Quelles répercussions la proposition aurait-elle sur les procédés administratifs des gestionnaires de fonds d'investissement ou des courtiers en épargne collective? Plus particulièrement :
- Quelles répercussions opérationnelles ou technologiques particulières devrions-nous prendre en compte?
23. À l'heure actuelle, le paiement des commissions intégrées oblige le courtier et le gestionnaire de fonds d'investissement à mettre en œuvre des mécanismes de contrôle et de surveillance (auxquels se rattachent des coûts de conformité) pour atténuer les conflits d'intérêts inhérents.
- Le passage à des mécanismes de rémunération directe rendrait-il inutiles certains de ces mécanismes?
 - Dans quelle mesure, le cas échéant, le recours aux mécanismes de rémunération directe par les représentants actuellement (par exemple, lorsqu'un représentant fournit des services selon un mécanisme de rémunération à honoraires) rend-il inutiles certains de ces mécanismes de contrôle et de surveillance?
24. Les commissions intégrées, en particulier les commissions de suivi, procurent une source de revenus stable aux courtiers et aux représentants. Si elles sont abandonnées, les mécanismes de rémunération directe compenseront-ils la perte de ces revenus?

25. Mis à part les barèmes de commissions et les salaires, à quels autres modes de rémunération des représentants les courtiers pourraient-ils avoir recours si nous abandonnions les commissions intégrées? De quelle manière ces méthodes sont-elles susceptibles d'évoluer au fil du temps?
26. Quelles répercussions la proposition aura-t-elle sur les représentants du secteur, en particulier sur ce qui suit?
- le cheminement de carrière;
 - l'attrait de la profession;
 - le profil type de la personne intéressée par la profession;
 - le recrutement;
 - l'attrait relatif d'une carrière dans des branches d'activité concurrentielles des services financiers.

Partie 5

27. Les mesures d'atténuation que nous avons exposées sont-elles réalisables? Quel serait leur degré d'efficacité pour garantir :
- l'accès des investisseurs aux conseils;
 - un choix de mécanismes de rémunération pour tous les segments d'investisseurs;
 - des règles du jeu équitables entre les produits d'investissement concurrents?
28. Quelles autres mesures les ACVM devraient-elles envisager en vue d'atténuer les conséquences involontaires susmentionnées?
29. Outre les répercussions potentielles relevées dans la partie 4, quelles autres conséquences involontaires potentielles, notamment opérationnelles et fiscales, les parties prenantes et les investisseurs du secteur des fonds pourraient-ils subir à la suite de l'abandon des commissions intégrées? Plus particulièrement :
- Le paiement de la rémunération du courtier dans le cadre des mécanismes de rémunération directe entraînerait-il des répercussions fiscales défavorables pour les investisseurs? Plus particulièrement, le versement, par les investisseurs, de la rémunération du courtier au moyen de rachats périodiques de titres de fonds effectués par le gestionnaire de fonds d'investissement entraînerait-il des conséquences fiscales? Veuillez fournir des explications.
 - Si le passage aux mécanismes de rémunération directe mène à la rationalisation des séries de fonds, cette rationalisation pourrait-elle avoir des conséquences fiscales défavorables pour les investisseurs?
 - Quelles mesures réglementaires ou autres, s'il y a lieu, pourraient contribuer à atténuer les répercussions opérationnelles et fiscales potentielles?

30. En ce qui a trait à la perte d'une forme d'interfinancement provenant des investisseurs fortunés au profit des investisseurs moins aisés dans le même fonds à la suite du passage aux mécanismes de rémunération directe :
- dans quelle mesure (en la quantifiant, si possible) cette perte augmenterait-elle le coût de la prestation de conseils et de services aux investisseurs moins aisés dans le cadre des mécanismes de rémunération directe?
 - l'existence de cette forme d'interfinancement indique-t-elle que les investisseurs fortunés paieraient indirectement des honoraires qui ne correspondent pas aux services qu'ils reçoivent (autrement dit, les honoraires qu'ils versent excèdent-ils le coût réel des services et des conseils qu'ils reçoivent)?
 - quelles mesures pourraient atténuer les effets potentiels de la perte de l'interfinancement sur les courtiers, les représentants et les investisseurs?
31. Quelles mesures les participants au secteur des fonds pourraient-ils adopter de façon proactive pour atténuer les conséquences involontaires pouvant découler de l'abandon des commissions intégrées?
32. Pour chacune des options de transition, veuillez indiquer les changements opérationnels ou structurels que votre entreprise (gestionnaire de fonds d'investissement ou courtier) pourrait devoir apporter à ses systèmes et processus, ainsi que les conséquences financières qui en découleraient. Dans la mesure du possible, veuillez fournir des données sur les coûts estimatifs.
- Existe-il des coûts ou des difficultés propres à des domaines d'activité en particulier?
 - Quelle serait la période de transition appropriée?
 - Les calendriers de rachat établis sous les options de souscription avec frais d'acquisition reportés et avec frais d'acquisition réduits devraient-ils être maintenus jusqu'à la réalisation prévue des rachats ou prendre fin à la date de transition?
33. Quelle option de transition préférez-vous? Pourquoi? Devrions-nous examiner d'autres options?
34. Comme il est exposé dans l'Annexe B, les ACVM n'ont pas retenu l'option du plafonnement des commissions intégrées, soit comme solution autonome aux enjeux principaux exposés dans la partie 2, soit comme mesure provisoire en vue de l'abandon des commissions intégrées. Les ACVM devraient-elles poursuivre leur réflexion sur un plafonnement des commissions à titre de mesure transitoire? Pourquoi?

Partie 6

35. Veuillez indiquer si vous estimez que les mesures analysées ci-dessus pourront, individuellement ou collectivement :

- régler les trois enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché et les enjeux sous-jacents exposés dans la partie 2;
- régler ou non tout autre problème ou enjeu que vous auriez relevé.

36. Existe-t-il des solutions ou des mesures de rechange, sur le plan réglementaire ou sur le marché, susceptibles de régler les trois enjeux de protection des investisseurs et d'efficience du marché et les enjeux sous-jacents exposés dans la partie 2? Dans l'affirmative, veuillez fournir des explications.



Backgrounder: CSA Consultation Paper 81-408 Consultation on the Option of Discontinuing Embedded Commissions

Introduction

The CSA has published for a 150-day comment period CSA Consultation Paper 81-408 – *Consultation on the Option of Discontinuing Embedded Commissions* (Consultation Paper). With the objective of enabling the CSA to make an informed decision about discontinuing embedded commissions, the Consultation Paper seeks input on:

- the potential effects on investors and market participants of discontinuing embedded commissions, including on the provision and accessibility of advice for Canadian investors, and business models and market structure;
- potential measures that could assist in mitigating any negative impacts of such a change, if a decision is made to move forward; and
- alternative options that could sufficiently manage or mitigate the identified investor protection and market efficiency issues.

Investor Protection and Market Efficiency Issues Raised by Mutual Fund Fees

Based on the evidence gathered, the CSA has identified three key investor protection and market efficiency issues stemming from the payment of embedded commissions:

- embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors;
- embedded commissions reduce investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs; and
- embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors.

Evidence also suggests that the conflicts of interest introduced by these payments are difficult to manage or mitigate.

To manage or mitigate these issues, the CSA believes that transitioning to direct pay arrangements must be considered. A change to this compensation model would:

- better align the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors;
- deliver greater clarity on the services provided and their costs; and
- directly involve investors in the dealer and representative compensation process.

Research that provides evidence for each of the key investor protection and market efficiency issues is summarized in Appendix A of the Consultation Paper.

Overview of the Proposed Option to Discontinue Embedded Commissions

The CSA contemplates that any regulatory proposal to discontinue embedded commissions would affect all investment funds and structured notes, whether sold under a prospectus or in the exempt market.

The CSA also anticipates that a discontinuation of embedded commissions would prohibit any payment of money to dealers in connection with an investor's purchase or continued ownership of an investment fund or structured note that is made directly or indirectly by any person or company other than the investor. It is expected that this change would at a minimum prohibit the payment by investment funds, investment fund managers or structured note issuers to dealers of the following embedded commissions:

- ongoing trailing commissions or service fees; and
- upfront sales commissions for purchases made under the deferred sales charge option.

The discontinuation of embedded commissions does not mean that dealers and their representatives would be expected to adopt fee-based compensation arrangements. Under direct pay arrangements, dealers and representatives could adopt various compensation arrangements, including upfront commissions, an hourly fee, a flat fee, a fee-based arrangement, or another suitable compensation arrangement, as long as the compensation is not embedded within the product and is paid exclusively by the investor.

The CSA also anticipates that investment fund managers could facilitate investors' direct payment of dealer compensation through deductions from purchase amounts or through periodic withdrawals or redemptions from investor accounts, with the investor's consent.

Potential Impacts of a Discontinuation of Embedded Commissions

Part 4 of the Consultation Paper outlines the CSA's assessment of the possible impacts of discontinuing embedded commissions based on an analysis of data on Canadian households and their ownership of funds and securities in general, and data on the investment fund managers and fund distributors that serve these households. Potential positive effects include:

- a reduction in fund series and in fund fee complexity;
- the entrance to the market of new lower-cost product providers and distributors;
- increased price competition and decreased fund management costs;
- a shift in product recommendations to lower-cost products, including passively-managed products;
- further market innovations in product distribution and advice; and
- better alignment between the costs investors pay for financial advice and the services and advice they receive from dealers and representatives.

The CSA's research suggests that the discontinuation of embedded commissions is not likely to lead to a significant advice gap for retail investors in Canada.

The consultation paper seeks input on potential negative effects of discontinuing embedded commissions on competition, market structure and investor outcomes.

Mitigation Measures

The CSA is mindful of the need to carefully consider and assess the unintended consequences that may result from the discontinuation of embedded commissions. Part 5 of the Consultation Paper discusses the potential unintended consequences identified at this stage.

To the extent the CSA may decide to move forward with a rule proposal to discontinue embedded commissions, the Consultation Paper aims to proactively identify and obtain input on various mitigation and transition measures that could help alleviate any negative impacts and unintended consequences of this change and successfully facilitate a transition to direct pay arrangements.

Ongoing and Recent Reforms

The CSA views the potential option of discontinuing embedded commissions as complementary to recent and ongoing reforms, including the Point of Sale disclosure and Client Relationship Model Phase 2 projects as well as the proposals to enhance the client-registrant relationship (CSA Consultation Paper 33-404 – *Proposals to Enhance the Obligations of Advisers, Dealers and Representatives Toward their Clients*).

Next Steps

The CSA welcomes feedback on the Consultation Paper, which includes 36 consultation questions. Given the broad potential impacts of the policy option discussed in the Consultation Paper, the CSA is holding a longer than normal comment period and is encouraging data-driven responses specific to the Canadian market. Comments should be submitted in writing on or before June 9, 2017.

To foster an open dialogue and facilitate additional feedback, in-person consultations will be held in 2017 in some jurisdictions.

The CSA reiterates the importance of the contribution of all stakeholders to enable it to make an informed decision on this matter and identify an appropriate policy response.

CSA CONSULTATION PAPER 81-408 – *CONSULTATION ON THE OPTION OF DISCONTINUING EMBEDDED COMMISSIONS*

January 10, 2017

Administering the Canadian Securities Regulatory System
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

TABLE OF CONTENTS

PART 1 - INTRODUCTION	3
PART 2 – KEY INVESTOR PROTECTION AND MARKET EFFICIENCY ISSUES RAISED BY MUTUAL FUND FEES AND RELATED EVIDENCE.....	8
PART 3 – OVERVIEW OF THE PROPOSED OPTION TO DISCONTINUE EMBEDDED COMPENSATION	18
PART 4 – REGULATORY IMPACT.....	24
PART 5 – MITIGATION MEASURES.....	76
PART 6 – RELATED REGULATORY INITIATIVES AND EXISTING TOOLS	84
PART 7 – COMMENT PROCESS AND NEXT STEPS	95
APPENDIX A – EVIDENCE OF HARM TO INVESTOR PROTECTION AND MARKET EFFICIENCY FROM EMBEDDED COMMISSIONS.....	98
APPENDIX B – OTHER OPTIONS CONSIDERED	130
APPENDIX C – INTERNATIONAL MUTUAL FUND FEE REFORMS	140
APPENDIX D – SUMMARY OF CONSULTATION QUESTIONS	162

PART 1 – INTRODUCTION

Background

On December 13, 2012, the Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) published CSA Discussion Paper and Request for Comment 81-407 – *Mutual Fund Fees* (the **Original Consultation Paper**).¹ In that paper, we identified potential investor protection and market efficiency issues arising from the prevailing practice of remunerating dealers and their representatives for mutual fund sales through commissions, including sales and trailing commissions, paid by investment fund managers (**embedded commissions**). In particular, we identified how embedded commissions give rise to conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of the investors they serve.

Since the publication of the Original Consultation Paper, the CSA completed roundtable consultations and discussion forums², and commissioned independent research to further examine the identified investor protection and market efficiency issues.³ After an extensive review of these inputs, in addition to our review of many other independent studies, we find that embedded commissions raise the following three key investor protection and market efficiency issues in Canada:

1. Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors;
2. Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs; and
3. Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors.

The evidence we have gathered to date shows that embedded commissions encourage the sub-optimal behavior of fund market participants, including that of investment fund managers, dealers, representatives and fund investors, which reduces market efficiency and impairs investor outcomes. In particular, the data and research we reviewed suggests that embedded commissions can:

¹ The Original Consultation Paper is available on the websites of the members of the CSA.

² See transcript of Ontario Securities Commission roundtable held June 7, 2013, https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rpt_20130607_81-407_mutual-fund-fees-roundtable.pdf. The British Columbia Securities Commission and Autorité des marchés financiers held discussion forums in the summer and fall of 2013, respectively.

³ Brondesbury Group, “Mutual Fund Fees Research”, Spring 2015, https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/Brondesbury%20Mutual%20Fund%20Fee%20Research%20Report_engwr.pdf; Douglas Cumming, Sofia Johan and Yelin Zhang, “A Dissection of Mutual Fund Fees and Performance” (Feb. 8, 2016), https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category8/rp_20160209_81-407_dissection-mutual-fund-fees.pdf

- incent investment fund managers to rely more on payments to dealers than on the generation of performance to gather and preserve assets under management; this incentive can in turn lead to underperformance and drive up retail prices for investment products due to a competition between investment fund managers to offer attractive commissions to secure distribution;
- incent dealers and their representatives to sell funds that compensate them the best or focus on only those funds that include an embedded commission rather than recommend a more suitable investment product; specifically, they can encourage a push for higher commission generating funds, such as higher-risk actively managed funds, which can impair investor outcomes;
- due to their embedded nature and complexity, inhibit the ability of investors to assess and manage the impact of dealer compensation costs on their investment returns; and
- cause investors to pay (indirectly through fund management fees) dealer compensation that may not reflect the level of advice and service they may actually receive; the cost of the advice and service provided may exceed its benefit to investors.

These issues and their causes appear to be driven by a compensation model with inherent conflicts of interest that research suggests are pervasive and are difficult to manage effectively. Based on the evidence we have gathered, we believe that a change to a different compensation model must be considered. Investors should be provided with a compensation model that empowers them and that better aligns the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors.

Consultation on direct pay arrangements

Before taking any regulatory action, and while we consider related regulatory initiatives underway, we want to consult with stakeholders on the potential option of discontinuing embedded commissions and transitioning to direct pay arrangements that:

- better align the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors;
- deliver greater clarity on the services provided and their costs; and
- empower investors by directly engaging them in the dealer and representative compensation process.

Direct pay arrangements could consist of various types of compensation arrangements including upfront commissions, flat fees, hourly fees, fees based on a percentage of assets under administration or other arrangements, provided in all cases:

- i. the arrangement is negotiated and agreed to exclusively by the investor and the dealer, through the representative, pursuant to an explicit agreement; and
- ii. the investor exclusively pays the dealer for the services provided under the agreement.

Under a direct pay model, we would expect dealers to offer their clients a compensation arrangement that suits their particular investment needs and objectives and the level of service desired. Investment fund managers could facilitate investors' direct payment of dealer compensation through payments taken from the investor's investment (for e.g. deductions from purchase amounts or periodic redemptions from the investor's account).

We recognize that such a change could have a profound effect on the fund industry and on investors in Canada, including potential unintended consequences. Therefore, a decision on whether to discontinue embedded commissions will only be reached after careful consideration and assessment of the possible impacts on investors and market participants and consultation with stakeholders. Accordingly, the aims of this consultation paper (**Consultation Paper**) are to obtain the requisite information the CSA needs to make an informed decision about discontinuing embedded commissions. Specifically, our objectives are to:

- assess the potential effects on investors and market participants of discontinuing embedded commissions, including on:
 - the provision and accessibility of advice for Canadian investors, and
 - business models and market structure, including the competitive landscape of the Canadian fund industry;
- if we decide to move forward, identify potential measures that could assist in mitigating any negative impacts of such a change; and
- obtain feedback on alternative options that could sufficiently manage or mitigate the identified investor protection and market efficiency issues.

We emphasize that we have not made a decision to discontinue embedded commissions. While we continue to consult and contemplate whether regulatory action should be taken to address the issues we have identified with the current commission-based compensation model, we encourage industry to create market-driven solutions and innovations that address the concerns we raise in this Consultation Paper, including adopting business models that:

- have at their core the interests of investors;
- align the benefits to the investment fund managers, dealers and representatives with the benefits to investors;
- make for more informed, engaged and empowered investors that expect and demand services that align with the fees they pay; and
- promote fair, competitive and efficient capital markets, and foster confidence in our market.

Impact analysis

This consultation will build on our previous consultations and the important body of research we have considered to date. We particularly seek from stakeholders analysis and perspectives that:

- were not raised in the prior consultations; and

- wherever possible, are evidence-based, data-centric and Canadian-focused.

The fund industry has to date provided research that finds that higher levels of wealth are achieved by advised investors over time, and maintains that embedded commissions are essential to delivering this benefit, particularly to investors with lower levels of wealth who may not otherwise be able to afford, or may not want to pay directly for, advice.

The fund industry has also pointed to the consequences of relevant regulatory reforms in other jurisdictions (such as the U.K. and Australia) as potential evidence of the likely impact of the discontinuation of embedded commissions in Canada. While observations about the impacts of relevant reforms in other jurisdictions are informative and insightful, we consider that the potential impacts from similar reforms in Canada might not be the same. The unique features of those foreign markets, including the characteristics of their respective market participants and the specific competitive dynamics within which they operate, their market structure, the savings habits of their local investors, as well as the scope of their respective reforms may all play a role in shaping the specific impacts.

The objective of this consultation is therefore to identify the potential effects of discontinuing embedded commissions in Canada based on what we know of our fund market and its participants, including our investment fund managers, our dealers, and the investors they currently serve. This objective includes understanding the potential impact such a change may have on the accessibility and affordability of advice for Canadian investors, including lower-wealth investors, and identifying ways to minimize this impact. Ultimately, our goal is to ensure that any regulatory action we may decide to take will provide a Canadian solution to challenges specific to the Canadian market, will result in more positive outcomes for Canadian investors and will minimize disruption for market participants. For this purpose, the contribution of the stakeholders to this consultation is very important.

Related regulatory initiatives and other alternatives

We are aware of the view of many fund industry participants that mutual fund fee reforms may be unnecessary in the wake of recent reforms aimed at improving investor awareness and understanding of fees and performance under the CSA's Point of Sale disclosure (**POS**) and Client Relationship Model Phase 2 (**CRM2**) projects, and the concept proposals to enhance the registrant-client relationship discussed in CSA Consultation Paper 33-404 *Proposals to Enhance the Obligations of Advisers, Dealers, and Representatives Toward Their Clients (CSA CP 33-404)*. We also understand that industry participants are concerned by the number of current policy initiatives that affect their business and that require substantial changes in their operations and systems. Industry has urged us to allow full implementation of the POS and CRM2 reforms and fairly assess their results, and conclude consultations under CSA CP 33-404, before signaling that significant new reforms are needed.

We are of the view that the discontinuation of embedded commissions could be complementary to our recent reforms and proposals in that those existing and ongoing initiatives were not designed to, and may not fully address, the key investor protection and market efficiency issues we have identified in this Consultation Paper. In particular, we think that as long as dealer compensation remains embedded in the fund product, investment fund managers may continue to

place greater emphasis on payments to dealers than on performance to gather and preserve assets under management. This compensation model may continue to encourage higher fund fees and impair investor outcomes and market efficiency, including effective competition in our market. We believe that discontinuing embedded commissions may address these issues by better aligning the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors. In this Consultation Paper, we seek your views on our assessment of the extent to which the discontinuation of embedded commissions may be required to address our key issues, including your views on whether recent disclosure reforms and proposals to enhance the registrant-client relationship may on their own sufficiently address our concerns.

We have also canvassed and thoughtfully considered a number of alternative options to address the investor protection and market efficiency issues we have identified. As more fully discussed in Appendix B of this Consultation Paper, we did not retain those other options as we found that they did not directly or fundamentally address the identified issues to the extent that discontinuing embedded commissions may.

Comment process

We welcome comments from investors, participants in the investment fund and financial services industries, and all other interested parties to the matters discussed in this Consultation Paper. Some CSA jurisdictions will hold in-person consultations in 2017 to facilitate additional feedback and further our consideration of the issues. Please see Part 7 of this Consultation Paper for information on how to submit comments. The comment period closes on **June 9, 2017**.

Structure of Consultation Paper

The remainder of this Consultation Paper is structured as follows:

- Part 2 discusses the key investor protection and market efficiency issues we have identified in connection with embedded commissions and highlights the evidence of these issues;
- Part 3 describes the potential scope of the discontinuation of embedded commissions if we were to proceed with rule-making;
- Part 4 sets out our assessment of the potential impacts of discontinuing embedded commissions on the Canadian fund market and specific stakeholders, including the potential impacts on market structure, business models and access to advice for Canadian investors, based on an analysis of data about Canadian fund investors and market participants;
- Part 5 explores measures that could mitigate the potential impacts and unintended consequences to investors and the Canadian fund market of discontinuing embedded commissions;
- Part 6 provides an overview of existing regulatory tools and related regulatory initiatives and our assessment of the extent to which these tools and initiatives may help address the key investor protection and market efficiency issues we have identified in connection with embedded commissions;

- Part 7 explains how stakeholders may provide comments and discusses next steps;
- Appendix A provides a detailed overview of the research that provides evidence of the key investor protection and market efficiency issues discussed in Part 2;
- Appendix B discusses other options we previously considered and the reasons why we did not retain them;
- Appendix C provides an overview of relevant reforms pertaining to dealer compensation in other jurisdictions; and
- Appendix D provides a list of the consultation questions.

PART 2 – KEY INVESTOR PROTECTION AND MARKET EFFICIENCY ISSUES RAISED BY MUTUAL FUND FEES AND RELATED EVIDENCE

Further to the CSA's consultations on the Original Consultation Paper and our review of recent Canadian and other independent research on mutual fund fees as well as various other pieces of evidence, we have identified the following three main investor protection and market efficiency issues in connection with the mutual fund fee structure in Canada:

1. Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors;
2. Embedded commissions reduce investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs; and
3. Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors.

Below, we discuss each of the three issues in greater detail and reference various pieces of research and other data set out in Appendix A that evidence the issues.

We then consider the policy implications of the available evidence and the extent to which they suggest a need for change.

A. The issues and related evidence:

Issue 1: Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors

Based on the available evidence, the current embedded commission dealer compensation model appears to facilitate a mutually beneficial relationship between the investment fund managers who manufacture fund products and the dealers and representatives that distribute them. It aligns the investment fund manager's asset gathering and preservation objectives with the dealer's

revenue maximization objectives. The evidence suggests that this alignment of commercial goals can alter the behavior of investment fund managers, and of the dealers and representatives who distribute the investment fund manager's products, in a way that is detrimental to market efficiency and investor outcomes. Specifically:

- i. embedded commissions can reduce the investment fund manager's focus on fund performance, which can lead to underperformance;
 - ii. embedded commissions can encourage dealers and representatives to make biased investment recommendations which may negatively affect investor outcomes; and
 - iii. embedded commissions encourage high fund costs and inhibit competition by creating a barrier to entry.
- i. *Embedded commissions can reduce the investment fund manager's focus on fund performance, which can lead to underperformance*

Investment fund managers who pay embedded commissions to dealers may be incented to rely more on those payments than on generating performance to attract and preserve assets under management. Consequently, the embedded commission structure may encourage investment fund managers to regard dealers and representatives, rather than their fund investors, as their "customers".⁴

⁴ This observation was similarly made by Gloria Stromberg in *Regulatory Strategies for the Mid-'90s, Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada*, January 1995, at pages 17-18 where she discusses this concern as follows:

"Another result that has flowed from the need to secure distribution channels is that independent investment fund organizations no longer appear to regard the investors in their sponsored investment funds as being their "customers" in terms of such investors being the persons whose needs, expectations and interests that their operations are intended to serve. Instead, their organizations regard the distributors – i.e. mutual fund dealers, mutual fund specialists, financial planners, investment dealers and, in some cases, the individual sales representatives that are employed by these firms – as being their "customers" and their immediate focus is on satisfying the needs of these people instead of the needs of the investors in their sponsored investment funds."

We note the U.K.'s Financial Services Authority (FSA) (now known as the Financial Conduct Authority) also made similar observations in the work leading up to its Retail Distribution Review reforms discussed in Appendix C of this Consultation Paper. In a speech entitled "Is the present business model bust?" given on September 16, 2006, the Chairman of the FSA stated the following:

"And one of the key questions that must be addressed is this: who is the real customer of the provider – is it the policyholder who invests their money in the hope of seeing a decent return? Or is it the distributor, who in the main, secures access to the end-consumer for the provider? If, as many commentators would have it, it is indeed the distributor who is the actual customer of the provider, this raises all manner of difficulties which further perpetuate the shortcomings of the current model – particularly with regard to treating the real customer fairly. I understand well that many are frustrated by what they describe as the "commission stranglehold" that the advisory community enjoys, but so long as providers continue to

The research that we have gathered and reviewed suggests that this inherent conflict of interest diminishes the investment fund manager's focus on risk-adjusted outperformance, thus impairing investor returns.

ii. Embedded commissions can encourage dealers and representatives to make biased investment recommendations which may negatively affect investor outcomes:

Dealers and representatives who are compensated through embedded commissions may be incented to make biased investment recommendations that give priority to maximizing compensation over the interests of the client. The research we have gathered and reviewed suggests that:

- compensation bias arising from embedded commissions can incent dealers and representatives to:
 - recommend higher cost fund products that pay them higher embedded commissions than other suitable lower-cost and, possibly, better performing products, and
 - promote the use of a particular purchase option⁵, such as the deferred sales charge (**DSC**) option⁶, that pays higher upfront embedded commissions, regardless of the

compete over the attractiveness of their commission proposition, the fundamental flaws in the present business model will remain.”

⁵ Mutual funds in Canada can be purchased under one of four primary options:

1. **No load:** The investor does not pay any direct charges for fund securities purchased or redeemed; the dealer is paid a trailing commission by the investment fund manager.
2. **DSC:** The investor does not pay a sales charge for fund securities purchased, but may have to pay a redemption fee if the securities are sold before a predetermined period has elapsed; the dealer is paid both an upfront commission and a trailing commission by the investment fund manager. For more details on this option, see note 6.
3. **Front end:** The investor pays a negotiable sales charge to the dealer at the time of purchase that is deducted from the amount invested, but does not pay a redemption fee to redeem; the dealer is paid a trailing commission by the investment fund manager.
4. **Fee based:** The investor does not pay a sales charge to purchase, or a redemption fee to redeem, fund securities, but instead pays an ongoing fee directly to the dealer pursuant to an agreement with the dealer; the dealer generally does not receive any compensation from the investment fund manager.

⁶ When purchasing fund investments under the DSC option (also known as the “back end load” option), the investor does not directly pay a sales commission to their dealer or representative at the time of purchase. The entire amount paid by the investor is accordingly invested in the fund at the time of purchase. While the investor does not directly pay a sales commission to the dealer or representative at the time of purchase, the dealer and the representative, through the dealer, typically receive a commission from the investment fund manager equivalent to 5% of the amount purchased. The investment fund manager may borrow the money necessary to pay these upfront commissions and therefore will incur financing costs. These costs are recouped by the investment fund manager through the ongoing management fees charged to the fund. Accordingly, the cost of the upfront commissions is embedded in the ongoing costs of the fund.

availability of other purchase options that may better suit the investor's needs and objectives; and

- biased advice has an economically significant cost on investor outcomes.

iii. Embedded commissions encourage high fund costs and inhibit competition by creating a barrier to entry:

The research we have gathered and reviewed suggests that competition between investment fund managers to offer high embedded commissions to attract and secure distribution encourages and preserves high overall fund fees and discourages the manufacturing and sale of lower-cost alternatives, thus limiting price competition in Canada. This competition on the basis of commissions has a distorting effect on the allocation of capital by rewarding some investment fund managers more than is warranted, and others less than is warranted, while discouraging some from entering the market entirely.

Evidence:

In Appendix A, we provide evidence substantiating how the conflicts of interest inherent in embedded commissions alter the behavior of investment fund managers, dealers and representatives at the expense of market efficiency and investor interests.

Issue 2: Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs

Based on the available evidence, embedded commissions appear to limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs. Specifically:

While investors do not pay a sales charge to their dealer at the time they make their purchase under the DSC option, they may pay a redemption fee to the investment fund manager if they redeem their investment within a predetermined number of years from purchase, typically 5 to 7 years. The redemption fee is designed to deter an investor from redeeming the investment and accordingly preserve assets under management. The redemption fee works on a declining scale, typically starting around 6% in the first year and declines by about 1% each year down to 0% at the end of the specified holding period. The investor may switch his investment to other funds within the investment fund manager's fund lineup without triggering redemption fees. However, a switch fee of typically up to 2% may apply.

Many investment fund managers offer a low-load sales charge option, which works like the DSC option, but on a shorter schedule – typically 3 years or less. The upfront commission paid by the investment fund manager to the dealer and the redemption fee payable by the investor on a redemption made within the specified holding period are also correspondingly reduced (down to approximately 2 to 3%).

In this Consultation Paper, unless otherwise indicated, references to the "DSC option" include the "low-load sales charge option".

According to data from Investor Economics, as at December 2015, 20% of Canadian fund assets totalling \$234 billion were held in the DSC option.

- i. the lack of saliency of embedded commissions reduces investors' awareness of dealer compensation costs;
 - ii. embedded commissions add complexity to fund fees which inhibit investor understanding of such costs;
 - iii. the product embedded nature of dealer compensation restricts investors' ability to directly control that cost and its impact on investment outcomes.
- i. *The lack of saliency of embedded commissions reduces investors' awareness of dealer compensation costs:*

To facilitate the sale of funds, the Canadian fund industry has over the last several years gradually shifted away from transaction-based sales commissions paid directly by investors toward a greater reliance by both investment fund managers and dealers on product embedded commissions. For example, in 1996, trailing commissions accounted for slightly more than one quarter of a typical representative's book of business; by 2011, that share had grown to an estimated 64%.⁷

This move away from transaction-based sales commissions has reduced the saliency of dealer compensation costs for investors and, accordingly, reduced their sensitivity to such costs. The research we have gathered and reviewed is clear that the majority of Canadian fund investors are not aware of what they pay for financial advice or that they pay for financial advice at all.⁸ Consequently, these costs do not figure into their decision-making. The research we have gathered and reviewed suggests that investors are more sensitive to salient upfront fees like front-end loads and are more likely to control such visible and salient fees that they must pay directly.

- ii. *Embedded commissions add complexity to fund fees which inhibit investor understanding of such costs:*

Further contributing to investors' limited awareness and understanding of fund fees, including embedded commissions, is the complexity of fund fees in terms of structure and options on offer. Although all dealer compensation costs that fund investors pay directly (such as sales charges) and indirectly through ongoing fund fees (such as trailing commissions) are disclosed in the fund's prospectus, the fund facts document and the annual report on charges and other compensation, the variance in such fees between investment fund managers, fund types (i.e. asset classes), fund series and purchase options can overwhelm investors' capacity to understand the specific fund fees, including dealer compensation costs, that apply to their investment.

⁷ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, March 2012, at p.9.

⁸ The new report on charges and other compensation implemented in the context of CRM2 was designed to increase the transparency of dealer compensation costs for investors. In Part 6 of this Consultation Paper, we provide an analysis of the extent to which CRM2 is expected to respond to Issue 2 above.

The complexity of the mutual fund fee structure can make it challenging for all but sophisticated investors to measure the value of the services they receive against the costs they pay and assess the impact of fees on their investment returns.

The research we have gathered and reviewed suggests that price complexity in retail financial products increases the information asymmetry between investors and product manufacturers and distributors, which increases investors' reliance on more informed intermediaries for their investment choices and decisions.

iii. The product embedded nature of dealer compensation restricts investors' ability to directly control that cost and its effect on investment outcomes:

Since the cost of dealer compensation is embedded in the fund's ongoing management fees, investors have no ability to directly negotiate this cost and consequently have no control over the amount they ultimately pay their dealer and their representative. The only control investors have on dealer compensation costs under the embedded commission model is to vote on a proposed increase to fund management fees (from which dealer compensation is paid).⁹

Opportunities for retail investors in Canada to reduce the trailing commissions they indirectly pay or avoid them altogether are very limited. As a result, investors who may desire little or no advice (e.g. do-it-yourself investors) may often bear the cost of full unreduced trailing commissions. And investors who do desire advisory services but who wish to pay for them directly rather than through embedded commissions similarly have limited options because direct pay arrangements are typically available only through dealers servicing higher net worth investors. We note that even though the vast majority of investment fund managers now offer fee-for-service series (e.g. Series F) for minimal investments, the distribution of such series is still limited in comparison to the distribution of series with embedded commissions due to the fee-based account minimums imposed by the dealer.¹⁰

Furthermore, because trailing commissions are deducted at the fund level rather than the account level, some investors indirectly subsidize certain dealer compensation costs that are not attributable to their investment in the fund, which means they indirectly pay excess fees. This situation is called "cross-subsidization". For example, front-end load investors in a fund may cross-subsidize the costs attributable to DSC investors.¹¹ Opportunities for cross-subsidization would be reduced if each investor were charged a fee covering his/her own distribution costs at the account level, which would enable each investor to pay only for his/her costs and thus have greater control over such costs.

⁹ Under section 5.1 of *Regulation 81-102 respecting Investment Funds*, the prior approval of securityholders of an investment fund is required for an increase in a fee or expense that is charged to an investment fund or directly to its securityholders.

¹⁰ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, July 2016.

¹¹ We refer you to note 6 where we explain the DSC option and the associated cost to the investment fund manager of funding the payment of an upfront commission to dealers for sales made under that option.

Investors' inability to make an informed choice based on fund costs, including dealer compensation, and to control such costs due to their product-embedded nature can lead to sub-optimal investment choices and outcomes.

Evidence:

At Appendix A, we provide evidence that:

- the lack of saliency and the complexity of fund fees, including embedded commissions, impacts investors' awareness and understanding of such fees and accordingly reduces the significance of fund fees as a factor in investor decision-making; and
- the product embedded nature of dealer compensation restricts investors' ability to directly control that cost and its impact on investment outcomes; this evidence includes an overview of:
 - the cross-subsidization that results from dealer compensation charged at the fund level, and
 - the limited options investors currently have in Canada to limit or avoid the payment of embedded commissions.

Issue 3: Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors

There is generally no clear relationship between the level of embedded commissions set and paid by the investment fund manager to the dealer and the level of services and advice the dealer and the representative provide to investors in exchange for such compensation. Specifically:

- i. investors do not receive ongoing advice commensurate with the ongoing trailing commissions paid; and
 - ii. the cost of advice provided through commissions may exceed its benefit to investors.
- i. Investors do not receive ongoing advice commensurate with the ongoing trailing commissions paid:*

As mentioned above, trailing commission rates may vary between investment fund managers, fund types, fund series and purchase options. They may also in some cases vary over the course of the investment.¹² While a reasonable assumption might be that the rate of the trailing commission is reflective of the level of service an investor receives from a dealer and their representative (i.e. the greater the rate, the greater the service), current practice suggests that no such relationship exists between the fees paid and the services provided in exchange.

¹² For example, we have seen trailing commission rates that increase in steps with each year the investor continues to hold the investment, reaching a specified maximum rate after a certain number of years. It is also typical for trailing commission rates to double at the expiration of a DSC redemption schedule (5 to 7 years). For example, a trailing commission rate of 0.50% for an investment held in an equity fund under the DSC option may increase to 1.00% at the expiration of the redemption schedule.

Embedded commissions are paid to dealers regardless of the extent of the services that a representative provides to the investor in connection with an investment in a fund. The same compensation is paid irrespective of whether the representative provides only transaction-oriented advice or provides a broader range of ongoing investment services and financial advice that is tailored to the investor's specific needs. For example, our review of the Canadian fund market finds that higher than average trailing commissions are sometimes paid on investment funds offering pre-packaged investment solutions (i.e. funds-of-funds) that relieve the representative from having to do much of the fund selection and asset allocation they might otherwise have to do for a client. Similarly, discount brokers who provide execution-only services often distribute fund series that pay them the same trailing commission that would be paid to a full service dealer.

The 'one-size-fits-all' nature of the trailing commission payment therefore seems misaligned with the provision of services and advice customized to the investor's specific needs, expectations and preferences. A contributing factor to this misalignment is likely investors' low awareness and understanding of fees including dealer compensation (as discussed under Issue 2 above), which causes investors to not demand a level of service and advice commensurate with the fees they have indirectly paid for.

Absent a clear relationship between the rate of the embedded compensation paid to the dealer and their representative and the level of services an investor receives in return, the payment of embedded compensation may be perceived to be tied to the simple distribution of the fund product as opposed to the provision of ongoing advice and services. Certain industry submissions received in response to our Original Consultation Paper would seem to confirm this view as several commenters indicated that trailing commission payments support dealer operations and sales activity more than the provision of ongoing advice.

If investors are getting basic one-time services centered on the trade as opposed to ongoing advice and services in exchange for the ongoing embedded commissions paid out of their funds' management fees, they may be indirectly paying too much for the services they are actually receiving. Moreover, since the aggregate amount of embedded commissions that investors pay increases as their holding period increases, those investors who remain invested longer may pay more fees than others for the same basic service.

ii. The cost of advice provided through embedded commissions may exceed its benefit to investors:

Some of the research we reviewed suggests that investors may derive no measurable net benefit from financial advice paid for through embedded commissions and may in some cases be worse off because of it. Certain research finds that the advice of representatives may be skewed not only by compensation biases, but may also be affected by representatives' varying skills and knowledge about investing which in some cases may benefit from increased proficiency requirements. Other research suggests that the benefits that investors derive from the advice of representatives may be largely behavioral and thus intangible in nature, such as the development of good savings discipline, overcoming inertia, the reduction of anxiety, and the creation of trust.

Evidence:

In Appendix A, we provide evidence that:

- investors do not receive ongoing advice commensurate with the ongoing trailing commissions paid; and
- the cost of advice provided through embedded commissions may exceed its benefit to investors.

Questions

1. Do you agree with the issues described in this Part? Why or why not?
2. Are there other significant issues or harms related to embedded commissions? Please provide data to support your argument where possible.
3. Are there significant benefits to embedded commissions such as access to advice, efficiency and cost effectiveness of business models, and heightened competition that may outweigh the issues or harms of embedded commissions in some or all circumstances? Please provide data to support your argument where possible.

B. Policy implications:

The foregoing shows that product embedded commissions affect the behavior of fund market participants in a way that undermines investor protection and the fairness and efficiency of our capital markets as well as confidence in our market. This situation suggests a need to consider regulatory action.

To address the investor protection and market efficiency issues outlined in this Consultation Paper, the CSA considered and discussed the range of policy options set out in the chart below:

Potential regulatory options									
1. Use existing tools		2. Enhancements to disclosure		3. Investment fund manager focused initiatives			4. Enhancements to registrant-client relationship	5. Mutual fund fee reforms	
Roll out POS and CRM2 and monitor impact	Conduct Regulation 81-105 mutual fund sales practices reviews	CRM2 cost reporting / performance reporting benchmarking	Better fee disclosure in fund facts (giving more context for fund costs)	Require separate series for each purchase option	Make distribution costs an expense of the fund	Require DIY discount series	Consider extent to which concept proposals under CSA CP 33-404, if implemented, may respond to fund fee issues	Cap all forms of embedded compensation to a maximum limit	Discontinue all forms of embedded compensation

CSA regulatory project focus	Regulatory options not retained
------------------------------	---------------------------------

Guiding considerations for evaluation of options:

Our evaluation of the range of options and determination of which options should be retained and which ones should not were guided by the extent to which an option directly addresses the three investor protection and market efficiency issues we identified. We specifically considered the questions below:

- a. How many problems does the option address and to what degree?
- b. Would the impact be direct/immediate rather than indirect/over time?
- c. What is our level of uncertainty regarding the impacts/what is our expectation regarding unintended consequences?
- d. Does it simplify or add to the complexity of the fund fee structure?
- e. Does it enhance competition in our market and market efficiency generally?

Where we determined that an option would potentially address one issue to some degree, but at the same time would fail to address or would likely exacerbate another issue, or would potentially increase the complexity of fund fees or fail to enhance competition in the market, we opted to not retain the option.

When we evaluated the options through this lens, our analysis drew us to **not retain the options highlighted in red** and **retain the options highlighted in green** in the table above.

The options we opted to not retain and the reasons why are described in Appendix B of this Consultation Paper.

The options we retained include:

- i. maintain and use our existing tools, namely enhanced transparency of fund fees under POS and CRM2, and review of sales incentives under *Regulation 81-105 respecting Mutual Fund Sales Practices* (**Regulation 81-105**);
- ii. continue to explore concept proposals under CSA CP 33-404 to strengthen the obligations of dealers and their representative towards their clients; and
- iii. discontinue embedded commissions and transition to direct pay arrangements.

Following a thorough evaluation, we believe that options “i” and “ii” may provide only a partial resolution to the issues identified in this Consultation Paper and that option “iii” may need to be considered in conjunction with options “i” and “ii” to achieve the desired outcomes. We accordingly view option “iii” as being complementary to options “i” and “ii”.

In Part 6 of this Consultation Paper, we provide our detailed assessment of the extent to which the above key issues may be addressed by existing CSA regulation and ongoing proposals, and seek your views on that assessment.

PART 3 – OVERVIEW OF THE PROPOSED OPTION TO DISCONTINUE EMBEDDED COMPENSATION

In this part, we discuss the potential scope of the discontinuation of embedded commissions should the CSA decide to move forward with rule-making. In particular, we consider:

- what types of securities would be affected, and
- what types of payments would be discontinued.

1. *Types of securities affected*

Regulation 81-105, implemented in 1998, governs the payments that investment fund managers may make to dealers in connection with the distribution of securities of a mutual fund.¹³ While that rule currently applies only to mutual funds that are reporting issuers, we recognize that its regulatory objectives have equal application to the distribution of other investment funds and comparable investment products that we regulate.¹⁴

Over the last few years, the CSA have made regulatory changes to ensure a consistent regulatory framework in key areas for all types of retail investment funds, regardless of whether structured as a mutual fund, an exchange-traded mutual fund (**ETF**) or a non-redeemable investment fund.¹⁵ We have also recognized the growth of structured notes¹⁶ as a retail investment product

¹³ Regulation 81-105 came into force on May 1, 1998. Part 2 of Policy Statement 81-105 provides background on Regulation 81-105 and describes its purpose. Regulation 81-105 was adopted by the CSA as a response to the concern of many participants in the mutual fund industry that prospectus disclosure of sales practices, coupled with the discipline imposed by competitive market forces, were not sufficient to discourage sales practices and compensation arrangements that gave rise to questions as to whether dealers and their representatives were being induced to sell mutual fund securities on the basis of the incentives they were receiving as opposed to what was suitable for and in the best interests of their clients.

The purpose of Regulation 81-105 is to ensure that the interests of investors remain uppermost in the actions of participants in the mutual fund industry by setting minimum standards of conduct designed to minimize the conflicts between the legitimate commercial goals of industry participants and the fundamental obligations that are owed by industry participants toward investors.

¹⁴ See “Request For Comments on Sales Practices Applicable To The Sale Of Mutual Fund Securities – Notice of Proposed Rule and Proposed Companion Policy Under The Securities Act”, Ontario Securities Commission (**OSC**) Bulletin, (1996) 19 OSCB, page 4727, in which the OSC sought comments on a local rule proposal that would later become Regulation 81-105 and be adopted by all CSA jurisdictions. At page 4728, the OSC states: “Although the proposed Rule applies only to the distribution of publicly offered mutual funds, the Commission is of the view that the regulatory objectives of the proposed Rule have equal application to the distribution of all collective money management schemes. Ultimately, the distribution of all schemes should be subject to the same or equivalent rules and standards.”

¹⁵ See “Modernization of Investment Fund Product Regulation (Phase 2) – Final Amendments”, in force as of September 22, 2014, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2014-06-19/2014juin19-81-102-avis-publ-finalacvm-en.pdf>. The objective of Phase 2 of this project was to identify and address any market efficiency, investor protection and fairness issues that arose out of the differing regulatory regimes that applied to publicly offered mutual funds and non-redeemable investment funds and make the necessary

and communicated our intention to regulate them in a similar manner to investment funds, where appropriate.¹⁷

While investment funds and structured notes sold in the exempt market have to date generally not been subject to the same requirements as retail investment funds, we consider that the investor protection and market efficiency issues that stem from embedded commissions, as evidenced under Part 2, require consistent treatment both in the prospectus-qualified and prospectus-exempt markets. To do otherwise would create an opportunity for regulatory arbitrage.¹⁸

Recognizing that the fee structure of various types of investment funds and structured notes commonly includes embedded commissions, and with the aim of promoting a level playing field amongst comparable investment products and limiting opportunities for regulatory arbitrage, we currently anticipate that any regulatory proposal to discontinue embedded commissions would affect:

- an “investment fund”¹⁹, as defined under securities legislation and
- structured notes,

whether sold under a prospectus or in the exempt market under a prospectus exemption.

amendments to achieve consistent product regulation across the spectrum of retail investment funds. Under these amendments, certain investment restrictions and operational requirements applicable to mutual funds and ETFs were extended to non-redeemable investment funds.

¹⁶ A structured note, or linked note, is a specified derivative, as defined in *Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions*, for which the amount payable is determined by reference to the price, value or level of an underlying interest that is unrelated to the operations or securities of the structured note issuer. Structured notes issued under the shelf prospectus are generally non-principal protected securities issued by a deposit taker.

¹⁷ In CSA Staff Notice 44-305 – *2015 Update – Structured Notes Distributed under the Shelf Prospectus System (CSA Staff Notice 44-305)*, the CSA recognized the growth of structured products as a retail investment product and our intention to adapt our regulatory approach to ensure consistency, where appropriate, in how we regulate structured notes and similar retail products such as investment funds. CSA Staff Notice 44-305 noted that some structured note issuers charge fees on a basis similar to investment funds. These fees may include sales commissions and embedded ongoing service fees or trailing commissions paid by the structured note issuer to dealers and their representatives.

¹⁸ In the Original Consultation Paper, we recognized that there may be other investment fund products whose fee structure may raise similar investor protection and fairness issues for investors, and that accordingly, any regulatory initiative that we would ultimately undertake would assess whether the same initiative should also apply to other investment funds and comparable securities products.

¹⁹ The definition of “investment fund” captures conventional mutual funds, ETFs and non-redeemable investment funds.

Although investment fund-like products, such as segregated funds, are not within the purview of securities legislation and therefore would not be captured in any CSA rule proposal to discontinue embedded commissions, we recognize the importance of a harmonized approach to regulating such products given their similarity to investment fund products, including their payment of product embedded commissions to intermediaries. The CSA will accordingly continue to liaise with insurance regulators to address the potential risk of regulatory arbitrage between investment funds and individual segregated funds.

In the interest of achieving a harmonized approach, the Canadian Council of Insurance Regulators (CCIR) established a Segregated Funds Working Group in 2015, with a mandate to, among other things, identify potential gaps in the comparative regulatory frameworks for segregated funds and mutual funds and assess the potential risk of regulatory arbitrage by dually-licensed (insurance and mutual funds) insurance agents. In their May 2016 issue paper calling for input on how to address key gaps between the regulations pertaining to mutual funds and segregated funds²⁰, the CCIR indicates that although it is currently not aware of any statistical evidence to demonstrate that regulatory arbitrage is occurring between mutual funds and segregated funds, it will act proactively to amend regulation where appropriate to ensure that intermediaries have little incentive to prioritize their own interests over those of clients. The issue paper identifies the CSA's consultation on how to address the potential investor protection and market efficiency issues arising from embedded commissions as an issue of particular relevance, and the CCIR will review the CSA policy direction on this matter and assess its appropriateness for segregated funds.²¹

Questions

4. For each of the following investment products, whether sold under a prospectus or in the exempt market under a prospectus exemption:
- mutual fund
 - non-redeemable investment fund
 - structured note
- should the product be subject to the discontinuation of embedded commissions? If not:
- a. What would be the policy rationale for excluding it?
 - b. What would be the risk of regulatory arbitrage occurring in the exempt market if embedded commissions were discontinued for the product only when sold under prospectus?
5. Are there specific types of mutual funds, non-redeemable investment funds or structured notes that should not be subject to the discontinuation of embedded commissions? Why?

²⁰ Canadian Council of Insurance Regulators, *Segregated Funds Working Group Issues Paper*, May 2016, [http://www.ccir-ccira.org/en/init/IVIC_POS/IVICs%20Issues%20Paper%20\(ENG\).pdf](http://www.ccir-ccira.org/en/init/IVIC_POS/IVICs%20Issues%20Paper%20(ENG).pdf).

²¹ Ibid. p. 15

6. Are there other types of investment products that should be subject to the discontinuation of embedded commissions? Why?

2. Types of payments discontinued

Regulation 81-105 currently prohibits mutual funds that are reporting issuers and members of the organization of such mutual funds from making payments to dealers or their representatives in connection with the distribution of securities of a mutual fund. The rule however excepts from this prohibition the payment of commissions (including trailing commissions) and the provision of support to dealers for marketing and educational practices by members of the organization of mutual funds.

If the CSA were to move forward with a rule proposal, we currently anticipate that we would seek to discontinue any payment of money to dealers in connection with an investor's purchase or continued ownership of a security described above that is made directly or indirectly by any person other than the investor. The rule would preclude compensation to dealers that is paid or funded by the investment fund or the investment fund manager or structured note issuer out of fund assets or revenue.

We anticipate this change would at a minimum prohibit the payment by investment funds, investment fund managers or structured note issuers to dealers of the following embedded commissions:

- ongoing trailing commissions or service fees; and
- upfront sales commissions for purchases made under the DSC option.

To be clear, the discontinuation of embedded commissions would enable dealers and their representatives to adopt various types of compensation arrangements. Under direct pay arrangements, dealers and their representatives could opt to be compensated through upfront commissions (such as front-end sales loads), hourly fees, a flat fee, a fee based on a percentage of the client's assets under administration (**fee-based arrangement**), or other suitable compensation arrangement, provided in all cases:

- a. the method and the rate of the representative's compensation in connection with the purchase of a security and other services provided to the investor are negotiated and agreed to exclusively by the investor and the dealer, through the representative, pursuant to an explicit agreement; and
- b. the investor exclusively pays the dealer for the services provided under the agreement.

Under direct pay arrangements, we would expect dealers and representatives to offer their clients a compensation arrangement that suits their particular investment needs and objectives and reflects the level of service desired. For example, ongoing fees should be charged for ongoing services.

We believe that the above terms mitigate the close alignment of interests between investment fund managers, dealers and representatives.

While investment funds, investment fund managers and structured note issuers would no longer be allowed to pay or fund compensation to dealers from their own assets or revenue in connection with an investor's purchase or continued ownership of a security, we anticipate allowing them to facilitate the investor's payment of dealer compensation. Specifically, the investment fund manager would be permitted to collect the dealer's compensation, either through deductions from purchase amounts or through periodic withdrawals or redemptions from the investor's account, and remit it to the dealer on the investor's behalf, provided the investor consents to this method of payment.

At this time, we anticipate that we would permit the following types of dealer compensation payments:

- referral fees paid for the referral of a client to or from a registrant;²²
- dealer commissions paid out of underwriting commissions on the distribution of securities of an investment fund or structured note that is not in continuous distribution under an initial public offering;
- payments of money or the provision of non-monetary benefits by investment fund managers to dealers and representatives in connection with marketing and educational practices under Part 5 of Regulation 81-105;²³ and
- internal transfer payments²⁴ from affiliates to dealers within integrated financial service providers²⁵ which are not directly tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note.

²² Referral fees are defined in *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* and would continue to be permitted subject to the requirements of that rule.

²³ Under Part 5 of Regulation 81-105, members of the organization of a mutual fund may:

- pay to a dealer direct costs incurred by the dealer relating to investor conferences or investor seminars or other conferences or seminars prepared or presented by the dealer (ss. 5.1 and 5.5),
- provide a non-monetary benefit to a representative of a dealer by allowing him or her to attend a conference or seminar organized and presented by the investment fund manager (s.5.2),
- pay the registration fees of a representative of a dealer for a conference, seminar or course that is organized and presented by a person other than the investment fund manager (s.5.3), and
- provide a non-monetary benefit of promotional nature and of minimal value to a representative of a dealer, subject in each case to compliance with specified requirements.

We acknowledge that the above types of payments may give rise to conflicts of interest that may continue to incent registrant behavior that does not favour investor interests. We therefore seek your responses to the questions below.

Questions

7. Do you agree with the discontinuation of all payments made by persons other than the investor in connection with the purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note? Why or why not?
8. Are there other fees or payments that we should consider discontinuing in connection with the purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note, including:
 - a. the payment of money and the provision of non-monetary benefits by investment fund managers to dealers and representatives in connection with marketing and educational practices under Part 5 of Regulation 81-105;
 - b. referral fees; and
 - c. underwriting commissions.

Why? What is the risk and magnitude of regulatory arbitrage through these types of fees and commissions?
9. If payments and non-monetary benefits to dealers and representatives for marketing and educational practices under Part 5 of Regulation 81-105 are maintained further to the discontinuation of embedded commissions, should we change the scope of those payments and benefits in any way? If so, why?
10. With respect to internal transfer payments:
 - a. How effective is Regulation 81-105 in regulating payments within integrated financial service providers such that there is a level playing field for proprietary funds and third party funds?
 - b. Should internal transfer payments to dealers within integrated financial service providers that are tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note be discontinued? Why or why not? To what extent do integrated financial service providers directly or indirectly provide internal transfer payments to their affiliated dealers and their representatives to incent

²⁴ See MFDA Bulletin #0689-P, *Implementation of Requirements under CRM2 Phase 2 Amendments to NI 31-103 – Frequently Asked Questions (FAQs)*, May 13, 2016. Question #18 and the MFDA response on pages 8 and 9 discuss internal transfer payments.

²⁵ For the purpose of this consultation, an “integrated financial service provider” is a firm that is comprised of at least one dealer and one investment fund manager or structured note issuer that are affiliates of each other.

the distribution of their products?

- c. Are there types of internal transfer payments that are not tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note that should be discontinued?

11. If we were to discontinue embedded commissions, please comment on whether we should allow investment fund managers or structured note issuers to facilitate investors' payment of dealer compensation by collecting it from the investor's investment and remitting it to the dealer on the investor's behalf.

PART 4 – REGULATORY IMPACT

The purpose of this part is to outline our assessment of the possible market impacts of discontinuing embedded commissions. In particular, we assess the potential impacts this change could have on the Canadian investment fund sector, including on market structures, business models and on the accessibility and scope of advice provided to retail investors, based on data we have gathered and the conclusions we have drawn from this data.

The regulatory impact part is divided into four sections. In section one, we provide a number of important facts about Canadian households, the fund market and the distribution of funds and securities in general that will help us anticipate possible market impacts of discontinuing embedded commissions. In section two, we outline possible overall or high-level impacts on the market in the event of the discontinuation of embedded commissions. This section is followed, in section three, by a more narrow focus on the impacts to specific stakeholders. Finally, in section four, we conclude by outlining how the discontinuation of embedded commissions may address the key issues outlined previously in Part 2 of this Consultation Paper. We look to all stakeholders to provide feedback and data responding to the conclusions that we draw here.

1. Important facts about the fund market and fund market participants today

A prerequisite for the CSA's assessment of possible policy options regarding fund fees was to understand and analyze what we know about the market today and in particular, what we know about the respective market participants – advised and non-advised fund investors, consumers of financial services generally, access to advice by retail investors, investment fund distribution channels and investment fund managers.

We provide pertinent information for each of these groups below using data from Investor Economics, Investment Industry Regulatory Organization of Canada (**IIROC**), Mutual Fund Dealers Association (**MFDA**), Morningstar Direct and the Ipsos Canadian Financial Monitor survey.²⁶

²⁶ We have tried to provide the most recent data available wherever possible.

a. Canadian Households

At the end of 2015, financial wealth of Canadian households reached \$3.8 trillion dollars, increasing an average 5.8% per year since 2005. In comparison, household credit (due primarily to the increase in residential mortgages) grew 7.6% over the same period reaching just under \$2 trillion dollars at the end of 2015. In aggregate, and as widely reported elsewhere,²⁷ Canadian households have become more leveraged over the last 10 years.

Within the asset side of the balance sheet, Canadian households, in aggregate,²⁸ had a significant and growing share of their total financial wealth in funds and cash and cash equivalents. At the end of 2015, Canadian households held \$1.5 trillion or 40% of their aggregate financial wealth in investment fund securities and \$1.2 trillion or 32% of aggregate wealth in cash and cash equivalents²⁹. In comparison, directly held securities (stocks and bonds) made up only \$524 billion or 14% of aggregate financial wealth. Total assets held in bonds in particular declined over the last 10 years while assets held in equities saw relatively modest growth.

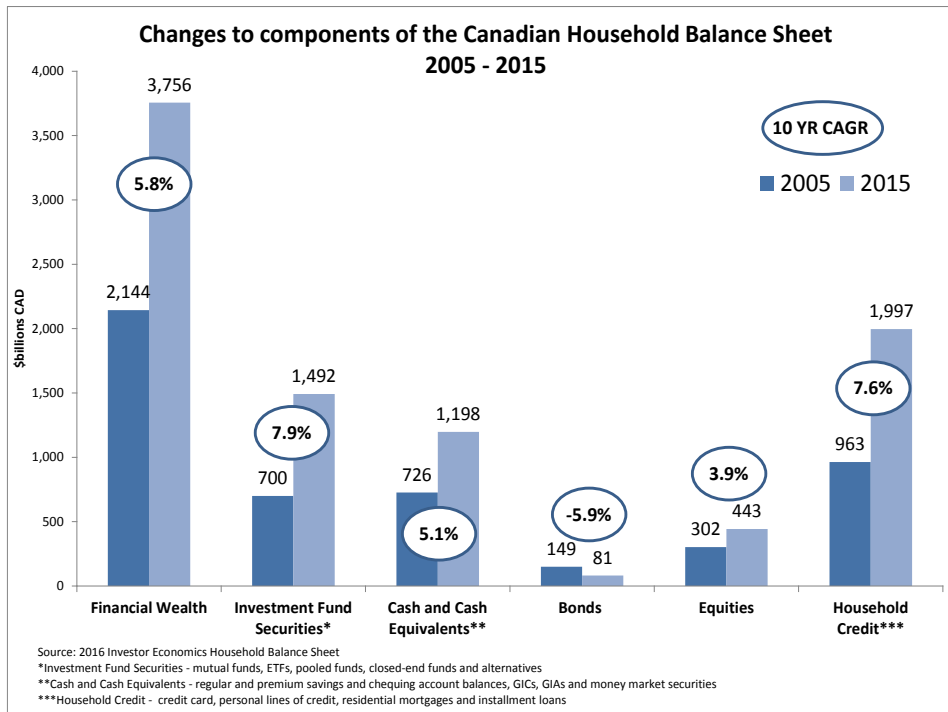
While both investment fund securities and cash and cash equivalents made up a significant portion of aggregate household financial wealth at the end of 2015, assets within investment funds have grown faster since 2005. On average, investment fund assets increased by 7.9% per year over the last ten years compared to 5.1% for cash and cash equivalents.

²⁷ See for example, Maciej Onoszko, “Canada’s record household debt is threatening its financial stability, global bankers fear”, *Bloomberg News*, October 24, 2016.

²⁸ It is important to note that aggregated household wealth figures do not provide information regarding the importance of these savings and investment products to the average household or to specific household segments (e.g. mass market, affluent, etc.). For example, investment funds may make up 40% of aggregate household financial wealth at the end of 2015 but they do not make up 40% of the average Canadian household’s financial wealth.

²⁹ Investor Economics, *Household Balance Sheet Report, Update and Rebased Forecast*, July 2016. In this report, “Financial Wealth” encompasses financial products held for the purpose of accumulating and preserving wealth including short-term instruments, deposits (including GICs and market-linked securities), fixed income securities, equities, investment funds and assets held in capital accumulation plans such as defined contribution plans (but not defined benefit plans).

Figure 1: The Canadian household balance sheet in aggregate



We turn now to the distribution of assets and investment fund ownership across households by analyzing the data from the 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor.³⁰

The majority of Canadian households have investable assets below \$100,000

Table 1: Household distribution by investment fund ownership and investable asset band

Breakdown of households by investable assets and fund ownership (base: all households)

Household Investable Assets	Household owns investment funds		% of total households
	Household owns investment funds	Household does not own investment funds	
Up to \$100k	14.6%	52.6%	67.2%
\$100 - \$500k	18.0%	8.9%	27.0%
Greater than \$500k	4.5%	1.4%	5.9%
% of total households	37.1%	62.9%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

³⁰ The Ipsos Canadian Financial Monitor survey is a syndicated survey based on an annual sample of 12,000 households that are demographically and regionally representative of the Canadian population. Each household completes a detailed questionnaire providing comprehensive information on all aspects of its financial holdings and activity.

The first important fact with respect to Canadian households is that the majority of households that save have investable assets of \$100,000 or less. At the end of 2012, 67% of households had investable assets³¹ of \$100,000 or less (**mass-market households**), 27% had investable assets of between \$100,000 and \$500,000 (**mid-market households**) and 6% of households had investable assets of \$500,000 or more (**affluent households**).

The majority of Canadian households do not own investment funds

The second relevant fact is that the majority of Canadian households do not own investment funds. At the end of 2012, 37% of Canadian households held investment funds³² while the balance did not.

Mass-market households make up the largest share of those that do not own investment funds

Table 2: Household distribution by investment fund ownership

Breakdown of households by investable assets and fund ownership (base: fund ownership type)			
Household Investable Assets	Household owns investment funds	Household does not own investment funds	% of total households
Up to \$100k	39.4%	83.6%	67.2%
\$100 - \$500k	48.6%	14.2%	27.0%
Greater than \$500k	12.0%	2.2%	5.9%
% of household ownership type	100.0%	100.0%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

By far, the majority of households that do not hold investment funds (84%) are those with investable assets of \$100,000 or less.

However, among investment fund owning households, the majority have relatively modest to moderate levels of accumulated financial wealth

Yet, like their share of Canadian households generally, mass-market and mid-market households made up the largest share of households that own investment funds.

At 2012, 39% of all households that owned investment funds were mass-market households, 49% were mid-market households, and the remaining 12% of fund owning households were affluent households.

³¹ “Investable assets” include holdings of cash, GICs, bonds, stocks and investment funds. Only households with positive investable asset balances and households with total income below \$30,000 that are holding cash in excess of 30% of household income are considered as possessing investable assets.

³² Throughout this section, we look at holdings of investment fund products and fund wraps of all types including mutual funds, segregated funds, structured notes, principal protected notes, hedge funds etc. in order to get a sense of the entire investment fund and fund wrap market as utilized by Canadian households.

Investment funds, like most securities, are more frequently owned by households with higher levels of accumulated financial wealth

The distribution of fund ownership, like the distribution of financial wealth generally, skews toward households with higher levels of investable assets.³³ Mass-market households appear underrepresented relative to their share of total households (i.e. only 39% of those households own funds despite comprising 67% of all households), while the opposite appears true for mid-market and affluent households. Investment funds, like most securities, tend to be a higher-wealth product.

Investment funds are less popular than traditional savings vehicles with mass-market households

Table 3: Household distribution by investable asset band

Breakdown of households by investable assets and fund ownership (base: household investable asset band)

Household Investable Assets	Household owns investment funds	Household does not own investment funds	% of households in investable asset band
Up to \$100k	21.8%	78.2%	100%
\$100 - \$500k	66.8%	33.2%	100%
Greater than \$500k	76.1%	23.9%	100%
% of total households	37.1%	62.9%	100%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

We can see this lack of relative popularity more clearly when we look at the proportion of investment fund ownership across investable asset bands. Table 3 above provides the breakdown of the Canadian households that own investment funds (i.e. 37% of all households).

At the end of 2012, only 22% of mass-market households held investment funds. These households will typically hold more conservative financial products instead, such as cash, GICs etc. For mid-market and affluent households, the majority held investment funds at the end of 2012. 67% of mid-market households held investment funds and 76% of affluent households held investment funds at the end of 2012. Once again, investment fund ownership is less prevalent for households with modest levels of savings relative to households with higher levels of accumulated wealth.

³³ At the end of 2015, Investor Economics estimates that households with financial wealth below \$100,000 held 7% of total financial wealth while those households with greater than \$500,000 in financial wealth held 81% of total financial wealth in Canada (2016 Investor Economics Household Balance Sheet).

Investment fund owning households with lower levels of accumulated wealth are less likely to state that they use advice

Table 4: Fund owning household distribution by investable asset band

Investment fund owning households by investable assets and advisor usage (base: household investable asset band)			
Household Investable Assets	Use Advisor	Do not use Advisor	% of households in investable asset band
Up to \$100k	45.0%	55.0%	100%
\$100 - \$500k	66.0%	34.0%	100%
Greater than \$500k	72.4%	27.6%	100%
% of investment fund owning households	58.5%	41.5%	100%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

Table 4 above provides a breakdown of the households that own investment funds (i.e. the subset of 37% of all households) and their use of an advisor³⁴.

As Table 4 highlights, the data suggests that advice usage tends to be more of a higher-wealth product. Its prevalence among investment fund owning households rises with the level of investable assets. At the end of 2012, only 45% of investment fund owning mass-market households stated that they used an advisor³⁵ while the majority of investment fund owning mid-market (66%) and affluent households (72%) used an advisor.

b. Investment Fund Distribution

Whether advised or not, households must purchase their investment funds through a dealer. A key piece of information needed in order to anticipate the possible market impact of the discontinuation of embedded commissions is an understanding of where investors access investment funds today. We will look at this question from a number of different angles and data sources, starting with the Ipsos Canadian Financial Monitor data.

In the tables below, we have grouped fund distribution by the following firm types:

- deposit-taker owned³⁶ fund distributors;
- insurer owned³⁷ fund distributors;

³⁴ The term “advisor”, as used in this Consultation Paper, is not indicative of an individual’s category of registration with Canadian securities regulators, but is rather a plain language term that is commonly used by the public, including fund industry participants and investors, to refer to a representative.

³⁵ Survey respondents said yes to the question, “Does anyone in your household use a financial planner / advisor to help manage his / her financial portfolio?” Note that this question is dependent on the respondent’s impression of whether or not they have an advisor. No specific definition of “advisor” was provided in the survey.

³⁶ We use the term ‘deposit-taker owned’ to refer to dealers or investment fund managers that are owned by deposit taking institutions including banks, credit unions and caisses populaires.

³⁷ We use the term ‘insurer owned’ to refer to dealers or investment fund managers that are owned by or affiliated with an insurer.

- independent³⁸ fund distributors; and
- other integrated³⁹ fund distributors.

In each of the tables, we take a closer look at where households that hold investment funds accessed their funds. Households may have multiple relationships with different types of fund distributors (e.g. a household may work with a deposit-taker and an insurer or a deposit-taker and an independent or just a deposit-taker etc.). We have cross-tabbed fund distributor types by grouping deposit-takers and insurers (the traditional integrated financial product distributors) together and independents and other distributors (the group traditionally labeled as independent fund dealers) together.

Note that households that have not purchased their funds through a deposit-taker/insurer or through an independent/other dealer have purchased their funds through an association⁴⁰ or have not identified where they purchased their funds.

Most households purchase their funds through a deposit-taker or insurer owned dealer

Table 5: Fund owning household distribution by fund dealer relationship

Households by relationship type (base: All investment fund owning households)

Relationship Type	Purchased from Independent/Other	Not purchased from Independent/Other	% of investment fund owning households
Purchased from Deposit-taker/Insurer	8.2%	78.5%	86.7%
Not purchased from Deposit-taker/Insurer	9.5%	3.8%	13.3%
% of investment fund owning households	17.7%	82.3%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

Deposit-taker and insurer owned fund dealers dominate fund distribution in Canada. At the end of 2012, of the 37% of households that owned investment funds, 87% purchased their funds through a deposit-taker/insurer owned distributor while only 18% purchased their funds through an independent/other fund distributor (a small percentage of households purchased their funds from both dealer groups).

³⁸ We use the term 'independent' to refer to dealers or investment fund managers that are not owned by deposit-takers or insurers and are not affiliated with an investment fund manager

³⁹ We use the term 'other integrated' to refer to dealers that are not owned by or affiliated with a deposit-taker or insurer but that are affiliated with an investment fund manager, or to investment fund managers that are not owned by or affiliated with a deposit-taker or insurer but that are affiliated with a dealer.

⁴⁰ The term 'association' refers to a dealer or investment fund manager that is owned by a trade or professional association.

Households with lower levels of accumulated wealth are less likely to purchase their funds through an independent dealer

Table 6: Mass-market household distribution by fund dealer relationship

Households by relationship type (base: fund owning households with up to \$100k in investable assets)

Relationship Type	Purchased from Independent/Other	Not purchased from Independent/Other	% of fund owning households in asset band
Purchased from Deposit-taker/Insurer	5.3%	82.6%	87.9%
Not purchased from Deposit-taker/Insurer	8.8%	3.3%	12.1%
% of fund owning households in asset band	14.0%	86.0%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

Table 7: Mid-market household distribution by fund dealer relationship

Households by relationship type (base: fund owning households with \$100k - \$500k in investable assets)

Relationship Type	Purchased from Independent/Other	Not purchased from Independent/Other	% of fund owning households in asset band
Purchased from Deposit-taker/Insurer	9.7%	75.9%	85.6%
Not purchased from Deposit-taker/Insurer	10.2%	4.2%	14.4%
% of fund owning households in asset band	19.8%	80.2%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

Table 8: Affluent household distribution by fund dealer relationship

Households by relationship type (base: fund owning households with \$500k or more in investable assets)

Relationship Type	Purchased from Independent/Other	Not purchased from Independent/Other	% of fund owning households in asset band
Purchased from Deposit-taker/Insurer	11.8%	75.3%	87.1%
Not purchased from Deposit-taker/Insurer	9.4%	3.4%	12.9%
% of fund owning households in asset band	21.2%	78.8%	100.0%

Source: 2012 Ipsos Canadian Financial Monitor

Mass-market households are less likely to purchase their funds through an independent/other fund distributor. At the end of 2012, only 14% of mass-market households purchased their funds through an independent/other fund distributor compared to 18% of households overall and 21% of affluent households. Mass-market households were also much more likely to be solely purchasing their funds through a deposit-taker/insurer owned dealer (i.e. 83%) than were households with higher levels of investable assets (i.e. 76% and 75% respectively for mid-market and affluent households).

Fund distributors owned by deposit-takers and life insurers dominate investment fund distribution

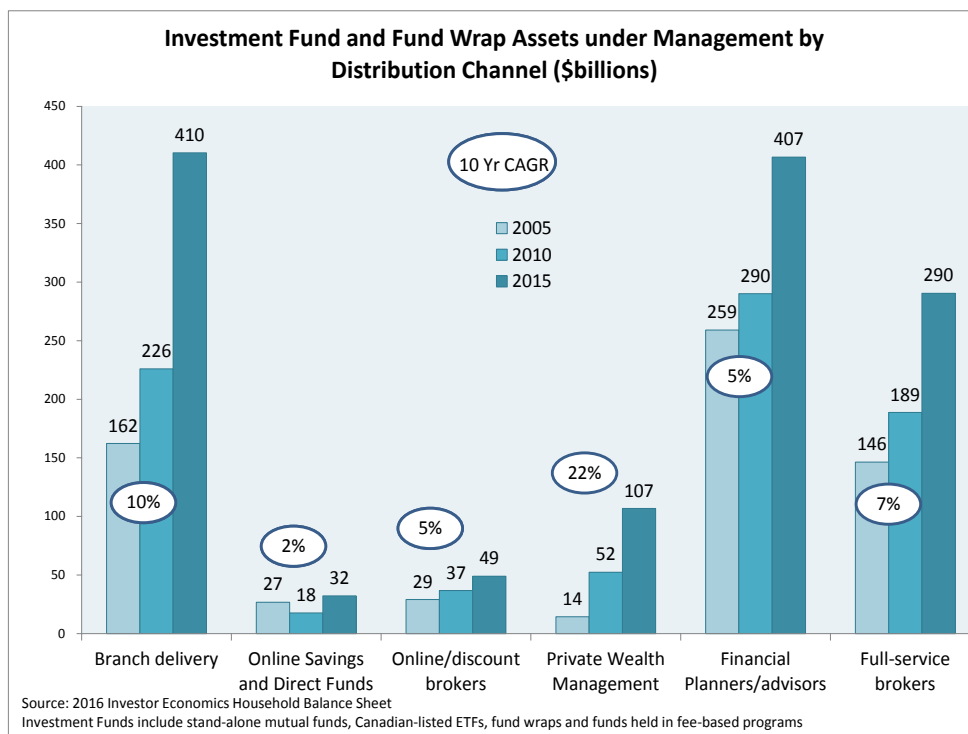
Across all levels of investable assets, deposit-taker and insurer owned fund distributors tended to dominate fund distribution. The majority of households were working with a deposit-taker/insurer for at least one of their investment fund holdings (i.e. 88% for mass-market, 86% for mid-market and 87% for affluent households). Usage of deposit-taker/insurer fund distributors did not fall below 86% of households for all household types and for the industry as

a whole. The data suggests that Independent/Other fund distributors tend to have a relatively small footprint in the market today.

These insights are also confirmed by data from Investor Economics.⁴¹ In the two graphs below, we show investment fund and fund wrap assets, their 10 year compound average growth rates (CAGR) and market share for Investor Economics' six distribution categories – branch delivery, online savings and direct funds, online/discount brokers, private wealth management, financial planners/advisors and full-service brokers. We also highlight the change in market share for deposit-taker and insurer owned fund distributors in each channel.

Deposit-taker and insurer owned fund dealers dominate investment fund distribution today

Figure 2: Investment fund assets by distribution channel



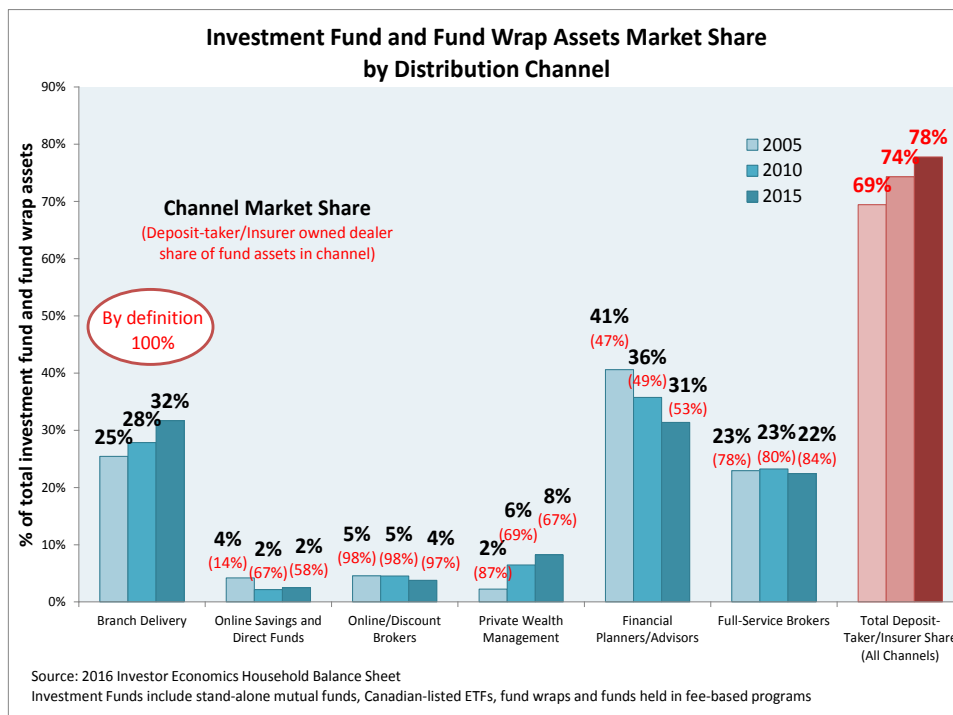
As is shown in Figure 2 above, the majority of fund assets reside in the branch delivery channel and the financial planner/advisor channel.

The branch delivery channel saw the second highest rate of fund asset growth over the last ten years (10%) after the private wealth channel (22%). This growth rate is particularly impressive given the size of the branch delivery channel 10 years ago.

⁴¹ This data is similar to the Ipsos data in that it looks at investment fund distribution. Investor Economics also uses their own categorization for distributors which does not neatly line up and in some cases encapsulates groups outside of our registration categories.

The financial planner/advisor channel⁴², which had possessed the largest share of investment fund assets ten years ago, was still the second most important distribution channel at the end of 2015 but had grown much slower than all but the online savings and direct funds and the online/discount brokerage channels. Investment fund asset growth in the financial planner/advisor channel was also slower (5%) than in the full-service brokerage channel over the period (7%). Growth of investment fund assets in the full-service broker channel in particular was driven by a number of factors including the growth in fee-based account usage and in the share of investment funds used in these accounts.⁴³

Figure 3: Investment fund assets market share by distribution channel and dealer type



The relative growth of investment fund assets in the financial planner/advisor channel is noteworthy because this is where the majority of independent mutual fund dealers are captured. As shown in Figure 3 above, at the end of 2015, the financial planner/advisor channel was the only channel where the deposit-taker/insurer share of investment fund assets was below 55%. Although, even in that channel, there has been an increase in deposit-taker and insurer ownership over the last ten years, increasing from 47% to 53% of investment fund assets in the channel.

⁴² The financial planner/advisor channel is probably the most heterogeneous of Investor Economics' distribution channels. It is made up of non deposit-taker mutual fund dealers, non-registered financial planning firms, insurance firms and some 'fund-centric' IIROC firms.

⁴³ Investor Economics, *Retail Brokerage and Distribution Advisory Service*, (various years) as well as data series from these reports requested by OSC staff.

As also highlighted in Figure 3, the branch delivery and full-service brokerage channels which had the second and third highest average annual growth over the last ten years, also had significant deposit-taker and insurer ownership at the end of 2015 (the former category is by definition 100% deposit-taker owned distribution).

At the end of 2015, the branch delivery channel held 32% of total investment fund assets, up from 25% ten years earlier. Much of that growth in market share came at the expense of the financial planner/advisor channel which saw its share of market decline from 41% to 31% over the period. The full-service broker channel saw its investment fund market share remain essentially constant while deposit-taker and insurer owned share of that channel increased from 78% to 84%. In total, at the end of 2015, deposit-taker and insurer owned dealers administered 78% of the investment fund and fund wrap assets held by Canadian households, up from 69% ten years earlier. In dollars, investment fund assets held through deposit-taker and insurer owned dealers, across all channels, increased from \$443 billion in 2005 to \$1 trillion at the end of 2015.

Next, we turn to data from the MFDA and IIROC in order get a sense of whether or not the insights from the Investor Economics and Ipsos data, which focused on investment fund distribution, carry over to retail securities distribution generally.

i. MFDA Channel

As outlined above in our review of the Ipsos Canadian Financial Monitor data and the Investor Economics Household Balance Sheet data, deposit-taker and insurer owned dealers have a strong market presence in the fund industry. This presence also extends across specific registration channels with deposit-taker and insurer owned dealers administering the largest share of assets in the MFDA and IIROC channels.

95% of assets in the MFDA channel are administered by integrated dealers⁴⁴

Table 9: MFDA member assets and approved persons by dealer type⁴⁵

MFDA Member Type	# Members	% of Total	Assets Under Admin \$B	% of Total	# Approved Persons	% of Total
Independent	60	61%	29.1	5%	3,399	4%
Integrated	39	39%	552.7	95%	77,970	96%
<i>Of which,</i>						
<i>Bank</i>	15	15%	349.1	60%	52,167	64%
<i>Insurer</i>	10	10%	177.0	30%	23,893	29%
<i>Other</i>	12	12%	25.5	4%	1,881	2%
<i>Association</i>	2	2%	1.1	0.2%	29	0.04%
<i>Of which,</i>						
<i>Proprietary Only</i>	20	20%	403.3	69%	54,458	67%
<i>Proprietary and Third Party</i>	19	19%	149.4	26%	23,512	29%
Total	99	100%	581.9	100%	81,369	100%

Source: Mutual Fund Dealers Association at December 2015, OSC categorizations

⁴⁴ An “integrated dealer” is a dealer that is owned by or affiliated with an investment fund manager.

⁴⁵ In addition to the fund dealers which were members of the MFDA at the end of 2015, we note that there were also 21 mutual fund dealers in Québec that were not members of the MFDA and that employed 700 representatives. 71% of these dealers were independent and employed 83% of the representatives.

The MFDA channel is fairly concentrated and highly integrated. At the end of 2015, there were a large number of both integrated and independent firms in the channel with the majority of firms being independent of asset management. However, the majority of the assets in the channel and approved persons employed were at the integrated firms. At the end of 2015, integrated MFDA firms administered 95% of assets and employed 96% of approved persons in the channel.

90% of assets in the MFDA channel are administered by deposit-taker and insurer owned dealers

The 25 deposit-taker owned and insurer owned MFDA firms administered 90% of assets and employed 93% of approved persons. Independent/Other⁴⁶ MFDA firms, while making up 73% of firms in the channel, administered only 9% of assets and employed 6% of approved persons.

Independent MFDA dealers have tended to serve higher-wealth clients

Independent MFDA dealers have tended to serve higher-wealth clients while deposit-taker/insurer owned firms have tended to serve all client types.⁴⁷ Deposit-taker/insurer owned dealers had traditionally focused on clients with investable assets up to \$250,000 but have increasingly focused on more affluent clients. Typically, mass-market clients will be serviced by front line representatives at the branch, while those with investable assets above \$100,000 will be serviced by 'financial planners'⁴⁸ at the branch. Clients with assets above \$1 million or more will typically be referred to the related IROC dealer or the related private wealth management arm for service.

For independent/other MFDA firms, typically they will not take on clients unless they have at least \$100,000 in investable assets. This information, coupled with our analysis of the Ipsos data, suggests that the majority of households (particularly mass-market households) will be working with a deposit-taker or insurer owned MFDA dealer.

The majority of assets in the MFDA channel today are administered by dealers that focus on proprietary funds

Given that the majority of integrated mutual fund dealer firms limit their product shelf primarily to proprietary products⁴⁹, this restriction also implies that the majority of mass-market

⁴⁶ Similar to the Ipsos analysis, "Other" MFDA firms refer to dealers that are owned by non-deposit-taker and non-insurer asset managers. We group Independent and Other firms together here as this is typically what commentators refer to as 'independent' fund distributors.

⁴⁷ Information in this section comes from Investor Economics *Retail Brokerage Reports* as well as OSC review of mutual fund dealers.

⁴⁸ Financial planners within the branch will typically have attained a financial planning qualification such as the Personal Financial Planner (PFP) designation through the Canadian Securities Institute, the Certified Financial Planner (CFP) designation through the Financial Planning Standards Council or the *Institut québécois de la planification financière*.

⁴⁹ MFDA dealers with 80% or more of their mutual fund assets held in funds managed by an affiliate were considered proprietary only.

households are primarily sold proprietary products. At the end of 2015, 69% of assets in the MFDA channel were held at dealers that focused primarily on proprietary products.

The majority of investment fund owning mass-market households are working with representatives that are not compensated by commissions

For many integrated fund dealers and in particular for the deposit-taker owned fund dealers, compensation for the representative is not derived from commissions but rather through non-activity based transfer payments from affiliated corporate entities.⁵⁰ Given that deposit-taker owned fund dealers administered 60% of the assets and employed 64% of approved persons in the channel at the end of 2015 and that these firms tend to service the majority of households with modest levels of investable assets, the majority of mass-market investors today are working with representatives that are not compensated via embedded commissions.

ii. IIROC Channel

95% of retail assets in the IIROC channel are administered by integrated firms

Table 10: IIROC member assets and approved persons by dealer type

IIROC Member Type*	# Members	% of Total	Assets Under		# Approved	
			Admin \$B	% of Total	Persons	% of Total
Independent	46	45%	90	5%	2,895	11%
Integrated	56	55%	1,878	95%	22,383	89%
<i>Of which,</i>						
<i>Deposit-taker</i>	14	14%	1,515	77%	15,291	60%
<i>Insurer</i>	4	4%	33	2%	1,361	5%
<i>Other</i>	36	35%	306	16%	5,198	21%
<i>Association</i>	2	2%	24	1%	533	2%
<i>Of which,</i>						
<i>Proprietary Only</i>	8	8%	6	0.3%	126	0.5%
<i>Proprietary and Third Party</i>	48	47%	1,872	95%	22,257	88%
Total	102	100%	1,968	100%	25,278	100%

Source: Investment Industry Regulatory Organization of Canada at December 2015, OSC categorizations

*Note: Only IIROC members categorized as Retail, Managed Account, Integrated and Discount Broker are included. Total assets for each firm include both retail and institutional client assets.

The IIROC channel also has a wide range of both integrated and independent dealers. At the end of 2015, integrated IIROC firms administered 95% of assets⁵¹ and employed 89% of approved persons in the channel. Independent dealers – when one includes the ‘other integrated’ dealer category, made up 80% of firms, administered 20% of assets and employed 32% of approved persons at the end of 2015. Deposit-taker and insurer owned dealers, while only making up 18% of firms, administered 79% of assets and employed 66% of approved persons.

⁵⁰ See the discussion in MFDA Bulletin #0689-P, supra note 24 for an explanation.

⁵¹ IIROC representatives may deal in a wider range of securities compared to dealer representatives in the MFDA channel, thus assets here will include not only mutual funds but also equities, fixed income, ETFs and in some cases options and other derivatives.

The IIROC channel is almost entirely “open shelf” today

While slightly less concentrated among integrated dealers than the MFDA channel (where independent and other integrated firms administered 10% of assets) the IIROC channel is still dominated by the deposit-taker owned dealers. Where the two channels differ is with respect to the level of related party product distribution. While the deposit-taker and insurer owned MFDA firms primarily distribute proprietary funds, their counterparts in the IIROC channel are primarily open shelf largely due to the types of representatives employed in this channel. Almost 100% of integrated IIROC firms offer proprietary and third party products. IIROC representatives also have more flexibility and are able to offer a wider variety of security types. Therefore, IIROC representatives tend to be more independent than their MFDA counterparts, even if they are working for a firm that offers their own mutual funds, making them and the whole channel less focused on the sale of proprietary products including proprietary funds.⁵²

Deposit-taker-owned IIROC dealers also tend to differ in their methods of compensating representatives relative to their mutual fund dealer peers owned by deposit-takers. Representatives employed by deposit-taker owned IIROC dealers tend to be compensated via commission grid while their counterparts at deposit-taker owned MFDA dealers are typically compensated via salary plus a performance bonus which may impact the way in which the firm can incent behavior in the two channels.

IIROC representatives also tend to be more selective regarding their clientele. IIROC dealers typically aim to service households with investable assets of \$500,000 or more, although some IIROC dealers will service clients with lower investable assets.⁵³ This fact, coupled with what we have highlighted from the Ipsos data, suggests that the potential market for the IIROC channel is roughly 6% to 14% of households. These households are typically the wealthiest households in Canada which is one of the reasons why retail assets under administration in this channel are over three times the size of assets in the MFDA channel. The IIROC channel administers more assets but services fewer households than the MFDA channel.

⁵² Information in this section comes from Investor Economics and the CSA review of advisor compensation practices. See for example, the following main stories from Investor Economics, *Retail Brokerage and Distribution Advisory Service*: “Investment fund attraction still strong in full-service brokerage channel,” Spring 2011; “Accessing today’s and tomorrow’s distribution paradigm,” Spring 2012; “Profitability Update: Gauging the Changing Influence of Revenue Costs and Compensation on the Industry’s Bottom Line,” Summer 2012; “Branch Advice: Managing Growth and Success into the Future,” Fall 2012; “Mutual Funds in Full-service Brokerage— Either Ride the Fee-based Wave or Be Pulled Under by It!,” Summer 2016.

⁵³ Investor Economics, *Retail Brokerage Report*, Winter 2012.

Table 11: Combined MFDA and IIROC member assets and approved persons by dealer type

Total MFDA and IIROC	# Members	% of Total	Assets Under		# Approved	
			Admin \$B	% of Total	Persons	% of Total
Independent	106	53%	119.6	5%	6,294	6%
Integrated	95	47%	2,430.6	95%	100,353	94%
<i>Of which,</i>						
<i>Deposit-taker</i>	29	14%	1,864.1	73%	67,458	63%
<i>Insurer</i>	14	7%	209.7	8%	25,254	24%
<i>Other</i>	48	24%	331.3	13%	7,079	7%
<i>Association</i>	4	2.0%	25.6	1.0%	562	0.5%
<i>Of which,</i>						
<i>Proprietary Only</i>	28	14%	408.9	16%	54,584	51%
<i>Proprietary and Third Party</i>	67	33%	2,021.8	79%	45,769	43%
Total	201	100%	2,550.3	100%	106,647	100%

Sources: Mutual Fund Dealers Association at December 2015, OSC categorizations

Investment Industry Regulatory Organization of Canada at December 2015, OSC categorizations

*Note: Only IIROC members categorized as Retail, Managed Account, Integrated and Discount Broker are included. Total assets for each firm include both retail and institutional client assets.

We can see that in total, 95% of the assets under administration in Canada are administered by integrated firms. 16% of these assets are administered by dealers that primarily offer proprietary products. As explained above, dealers that only offer proprietary products are concentrated in the MFDA channel. Deposit-taker and insurer owned dealer firms administered 81% of the assets and employed 87% of approved persons. We also note that, at the end of 2015, there were 106,647 registered representatives just in the MFDA and IIROC channels alone⁵⁴ servicing a total population of 35.8 million Canadians. This equates to one representative for every 336 Canadians.

By way of comparison, in 2011, the year before the Retail Distribution Review (**RDR**) reforms were implemented in the United Kingdom (see Appendix C for an overview of the RDR reforms), there were 40,566 advisers registered⁵⁵ servicing a total population of 63 million (one advisor for 1,553 people) and only 21% of these advisers were employed by a bank or building society.⁵⁶

This comparison suggests that Canadian investors currently have access to a relatively large number of representatives, particularly in the deposit-taker owned channel. 63% of the

⁵⁴ This does not include portfolio manager and exempt market dealer registrants, although it is fair to say that this number would cover retail securities advice. Note that we have also not included those registered to sell insurance.

⁵⁵ Association of Professional Financial Advisers, *The Financial Adviser Market: In Numbers*, 2015, page 5, <http://www.apfa.net/documents/publications/financial-adviser-market/apfa-the-financial-adviser-market-in-numbers-v4.0.pdf>.

⁵⁶ If Canada was to see the same post-ban decline that was experienced in the U.K. - a 23% decline, 3 years after the ban - we would still have a representative coverage rate close to four times the rate per capita in the U.K pre-RDR.

representatives were employed by a deposit-taker owned dealer and a further 24% were employed by an insurer owned dealer.

It also suggests that the distribution landscape in Canada is relatively more concentrated and vertically integrated than is the distribution landscape in the United Kingdom.⁵⁷

In the next section, we take a closer look at the online/discount brokerage channel – the non-advised market for funds.

iii. *Online/Discount Brokerage Channel*

Table 12: Online/discount brokerage assets under administration

Online/Discount Brokerage Channel					
\$Millions	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	Dec 2014	Dec 2015
Investment Fund Assets held in Online/Discount Brokerage	38,706	42,607	47,398	55,109	56,516
Total Online/Discount Brokerage Assets under Administration	231,560	254,480	292,606	324,665	330,448
Investment Fund % Share	17%	17%	16%	17%	17%

Source: Investor Economics

The online/discount brokerage channel shows a lower use of investment funds relative to other channels. As shown in Table 12 above, investment funds' share of total assets in the online/discount brokerage channel has been constant over the last five years, remaining at approximately 17% of channel assets over that period. In contrast, investment funds' share of assets in the financial planner/advisor and branch delivery channels stood at 78% and 33% respectively of channel assets at December 2015.⁵⁸ In total, there was \$330 billion held by do-it-yourself (**DIY**) investors in the online/discount brokerage channel at December 2015.

ETFs have become more popular over time with DIY investors

Table 13: Investment funds in the online/discount brokerage channel

Online/Discount Brokerage Investment Funds					
\$Millions	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	Dec 2014	Dec 2015
Mutual Funds	26,059	26,083	27,893	29,792	30,227
Exchange Traded Funds (ETF)	12,647	16,524	19,505	25,317	26,289
Investment Funds Total	38,706	42,607	47,398	55,109	56,516
ETF % Share	33%	39%	41%	46%	47%

Source: Investor Economics

ETFs have always been popular with DIY investors and they have become more popular over time. While the share of investment funds held within the online/discount brokerage channel has

⁵⁷ For example, at 2012, before RDR was introduced, bank and insurer owned advisory firms serviced only 41% of advised individuals. See, Deloitte, *Bridging the advice gap: Developing investment products in a post-RDR world* (2012), <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-rdr-bridging-the-advice-gap.pdf>.

⁵⁸ Investor Economics, 2016 Household Balance Sheet, page 141.

remained steady, DIY investors' preference between mutual funds and ETFs has moved in favour of ETFs over time. At December 2015, DIY investors held \$30 billion in mutual funds and \$26 billion in ETFs. ETF assets owned by DIY investors have more than doubled since December 2011 and as a share of total assets in the online/discount brokerage channel, ETFs increased from 33% to 47% over the period.

Canadian ETF managers must compete with their U.S. domiciled peers while Canadian mutual fund managers do not

Table 14: ETFs held in the online/discount brokerage channel

Online/Discount Brokerage Exchange Traded Funds (ETF)					
\$Millions	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	Dec 2014	Dec 2015
ETFs Canadian Domiciled - Common Share Class	9,459	12,474	13,947	17,897	18,695
ETFs Canadian Domiciled - Advisor Share Class	42	58	61	75	67
ETFs Foreign Domiciled (U.S.)	3,146	3,991	5,497	7,345	7,527
ETFs Total	12,647	16,524	19,505	25,317	26,289
% Passive	97%	95%	94%	94%	92%
% Foreign Domiciled	25%	24%	28%	29%	29%

Source: Investor Economics

Unlike investment fund managers of conventional mutual funds in Canada, investment fund managers of ETFs in Canada must compete both within the Canadian market and compete with ETFs domiciled in other markets, primarily the U.S. market.⁵⁹

DIY fund investors buy both Canadian domiciled and U.S. domiciled ETFs. At December 2015, Canadian DIY investors held \$19 billion in Canadian domiciled ETFs and \$8 billion in U.S. domiciled ETFs – fully 29 cents of every dollar invested in ETFs by DIY investors is invested in U.S. domiciled ETFs.

ETFs held in the online/discount brokerage channel are overwhelmingly passively managed

In contrast to the conventional mutual fund space, passively managed funds make up the largest share of assets. At December 2015, passively managed ETFs made up 87% of the Canadian domiciled ETF market. This preference for passively managed products is even more prevalent for Canadian DIY investors investing in ETFs. At December 2015, 92% of ETF assets were held in passively managed ETFs although that market share has declined over the last five years as more actively managed ETFs have entered the market.

⁵⁹ In many cases, these investment fund managers may be competing with their own products in these other markets.

The majority of DIY investors investing in mutual funds pay full trailing commission despite not receiving advice

Table 15: Do-it-yourself mutual funds

Low Cost/Discount Brokerage Fund Series (Series D)						
\$Millions		Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	Dec 2014	Dec 2015
Mutual Funds (Series D)	Total	10,746	10,705	10,752	11,961	11,957
	% Passive	6%	9%	12%	14%	16%

Estimated amount of Series D in the Online/Discount Brokerage at the end of 2015 - 4.6 Billion

Source: Investor Economics

If we look more closely at the types of mutual fund series sold through the online/discount brokerage channel, we see that the majority of fund series sold are the full trailing commission fund series despite the increased availability of Discount/DIY fund series (typically denoted “D” series)⁶⁰ in the market. Consequently, many DIY mutual fund investors in the online/discount brokerage channel indirectly pay for services they do not receive.

Assets held in the Discount/DIY mutual fund series are however slowly increasing. These assets totaled \$12 billion at December 2015 up from \$11 billion in December 2011, although by the most recent estimate, the majority of these assets were not held in the online/discount brokerage channel. At the end of 2015, it is estimated that out of the total \$12 billion of Discount/DIY fund series assets, only \$4.6 billion was actually held in the online/discount brokerage channel.⁶¹ This data suggests that \$25 billion of the total \$30 billion held in mutual funds in the channel (83%) remains in the full trailing commission paying fund series.

As is the case for many DIY mutual fund investors in the online/discount brokerage channel, there are also some DIY ETF investors that indirectly pay trailing commissions without receiving advice because they hold the trailing commission paying “Advisor” class units of the ETF.⁶² However, the amount of assets held in these “Advisor” class units is relatively low (only

⁶⁰ Some investment fund managers offer a series (typically Series D) of their funds that is designed for Discount/DIY investors. These fund series pay a much lower trailing commission than do the traditional full service retail series (typically 25 bps compared to 100 bps for the traditional full service retail series of an equity fund) to account for the fact that no advice is provided to investors in the online/discount brokerage channel. This is further discussed in Appendix A.

⁶¹ Investor Economics estimate. The remaining \$7.4 billion of DIY series assets was purchased directly by investors outside of the online/discount brokerage channel.

⁶² Advisor class units that are offered by some ETF providers are designed for advised investors and are meant to be purchased through an advisor. The only difference between this class of units and the common class units is the trailing commission component (or alternatively denoted the “service fee” component) embedded in the management fee of the Advisor class.

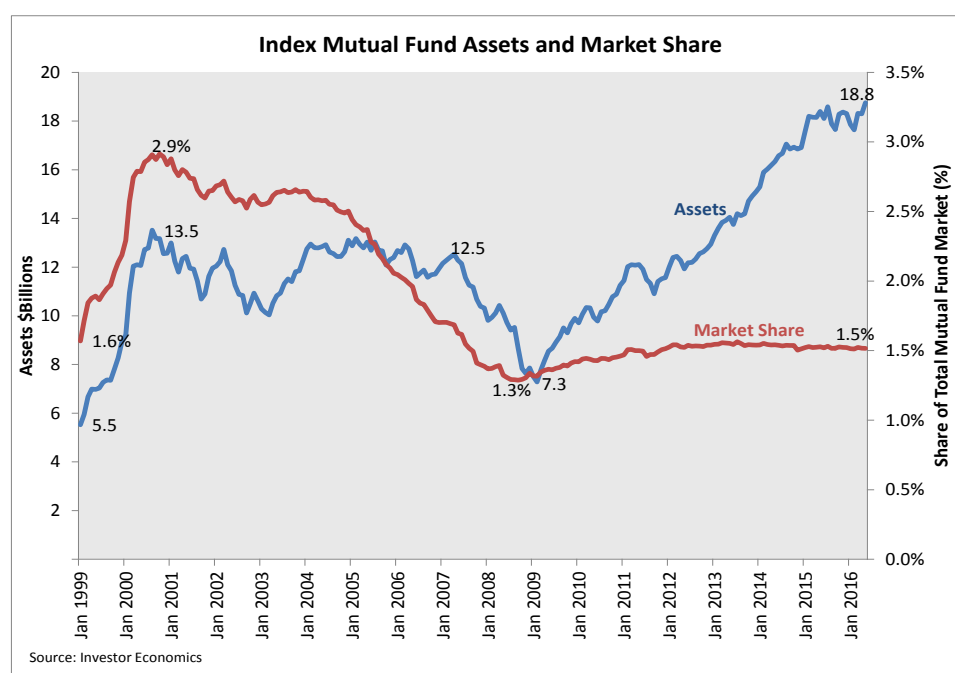
We do not know if these holdings of Advisor class units in the online/discount brokerage channel are a consequence of previously advised assets transferring in or are due to investor error. However, we note that some discount brokerages do make Advisor class units available for trade on their platforms.

\$67 million at December 2015) in comparison to the share of full trailing commission paying mutual funds in the online/discount brokerage channel.

Finally, we note that unadvised fund investors as a group (those buying Discount/DIY fund series) have a higher share of assets invested in passively managed mutual funds relative to advised mutual fund investors.

At the end of 2015, 1.5% of total mutual fund assets (excluding ETFs) were held in passively managed funds. Index fund market share has remained essentially unchanged over the last 10 years. However among the relatively new Discount/DIY fund series, index funds made up a much larger share of assets (16% or \$2 billion) that has been growing steadily over time.⁶³

Figure 4: Index mutual funds in Canada



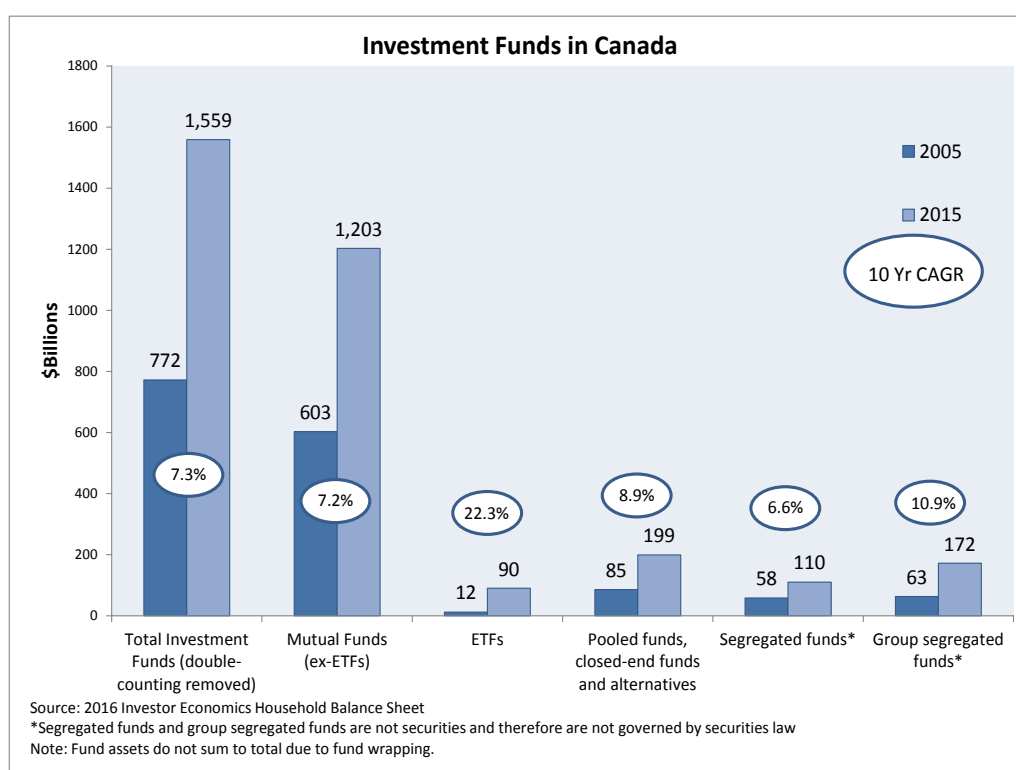
We now turn our attention to some important facts about investment fund managers.

⁶³ Some have argued that while index mutual fund ownership among advised investors is perennially low in Canada, index fund usage by Canadians is substantially higher when one includes the index-tracking ETFs held by Canadians. In fact, within the full service brokerage channel, of the \$47 billion in ETFs held in this channel only \$17 billion was held by clients of commission-based advisors (not all of which was held in index tracking ETFs). The remaining \$29 billion was held by clients of fee-based advisors. Source: Investor Economics ETF and Index Fund Report 2016 Q2.

c. Investment Fund Management

Mutual funds are by far the dominant type of investment fund sold in Canada today. This has been the case since organized investment fund asset monitoring in Canada started in the early 1990s. At the end of 2015, Canadians held \$1.2 trillion in mutual fund assets, \$90 billion in ETF assets, \$110 billion in segregated fund⁶⁴ assets, \$172 billion in group segregated fund assets, and \$199 billion in pooled fund, closed end funds and alternative fund assets. Although there have been articles at various times in the past regarding the growth of ETFs and segregated funds, and despite impressive annual growth rates for ETFs, the dominance of mutual funds has never been challenged in a significant way.⁶⁵

Figure 5: Investment funds by fund type



⁶⁴ Segregated Fund - a separate and distinct group of assets (fund) maintained by an insurer in respect of which the non-guaranteed benefits of a variable insurance contract are provided. Source: Canadian Life and Health Insurance Association (CLHIA) Guideline G2 – Individual Variable Insurance Contracts Relating to Segregated Funds; Autorité des marchés financiers, Guideline on Individual Variable Insurance Contracts relating to Segregated Funds, January 2011.

⁶⁵ See for example, Rob Carrick, “Segregated funds on the rise: Seven key things you need to know”, *Globe and Mail*, May 29, 2015.

Fund management is concentrated but is less concentrated than fund distribution

Table 16: Mutual funds by investment fund manager type

IFM Type	AUM \$M	% of Total	#IFMs	% of Total
Independent	288,619	22%	61	58%
Integrated	1,010,263	78%	44	42%
<i>Of which,</i>				
<i>Deposit-taker</i>	<i>625,598</i>	<i>48%</i>	<i>13</i>	<i>12%</i>
<i>Insurer</i>	<i>199,712</i>	<i>15%</i>	<i>9</i>	<i>9%</i>
<i>Other</i>	<i>150,065</i>	<i>12%</i>	<i>15</i>	<i>14%</i>
<i>Association</i>	<i>34,888</i>	<i>3%</i>	<i>7</i>	<i>7%</i>
Total	1,298,882	100%	105	100%

Source: Investor Economics, SEDAR, SEC Filings at December 2015. OSC Categorizations

Similar to what we found with the Ipsos, Investor Economics, IIROC and MFDA data, the investment fund manager market in Canada is dominated by the deposit-taker and insurer owned fund managers. At the end of 2015, integrated investment fund managers⁶⁶ made up 42% of the firms but managed 78% of mutual fund assets. Deposit-taker and insurer owned investment fund managers managed 64% of the mutual fund assets. We also note that 73% of all mutual fund assets were managed by the 10 largest investment fund managers in Canada.⁶⁷

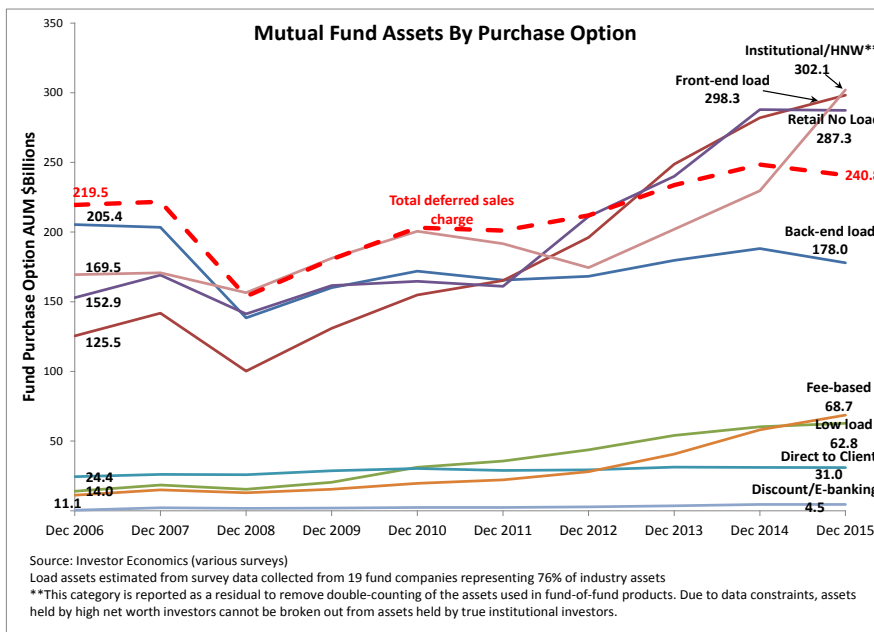
While asset management is concentrated among the deposit-taker and insurer owned investment fund managers, it is relatively less concentrated than distribution where deposit-taker and insurer owned dealer firms administered 81% of assets in the combined IIROC and MFDA channel. Using the traditional definition of independent investment fund manager which would encompass both 'Independent' and 'Other Integrated' investment fund managers, these firms managed 34% of industry assets.

⁶⁶ An "integrated investment fund manager" is an investment fund manager that is affiliated with at least one dealer.

⁶⁷ Sources: *Investor Economics Insight*, January 2016 Annual Review; SEDAR; SEC filings at December 2015; OSC calculations.

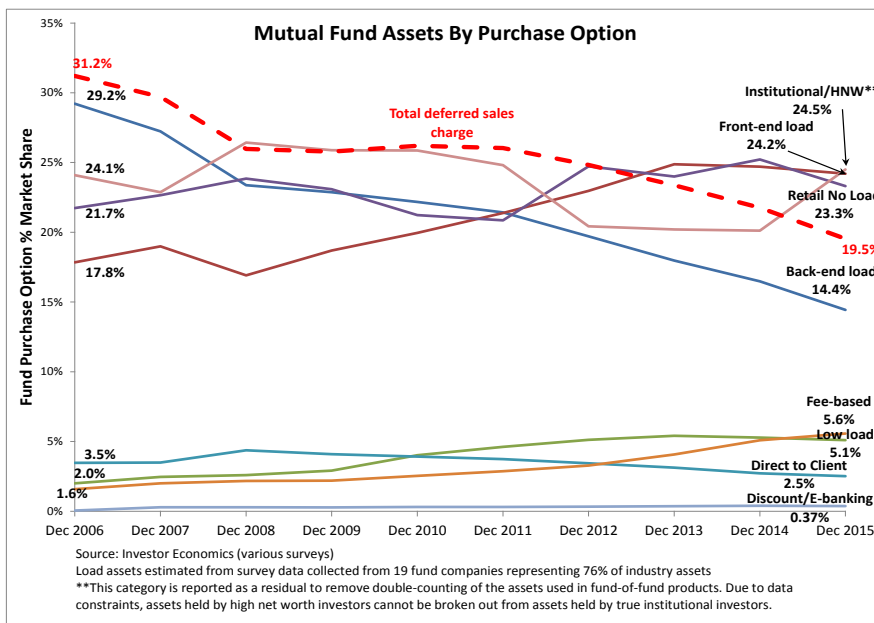
d. Fund Purchase Option Popularity

Figure 6: Mutual fund assets (ex-ETFs) by fund purchase option



25% of mutual fund assets (net of wrapping) are held in institutional/high net worth series

Figure 7: Mutual fund market share (ex-ETFs) by purchase option



We update fund assets by purchase option, a graph included in the Original Consultation Paper, to show how fund purchase options have changed over the last few years.⁶⁸

In terms of the types of fund purchase options available in the industry today, the institutional/high net worth (**HNW**) purchase option, which typically does not pay trailing commissions, made up the largest share of fund assets totaling \$302 billion or 25% of market at December 2015. HNW fund series assets have grown by 51% over the last five years.

The majority of mutual fund assets are still held in traditional fund series that include embedded commissions

The front end purchase option⁶⁹ was the second largest purchase option by assets with \$298 billion or 24% of market at the end of 2015, growing 93% over the previous five years.

The retail no load purchase option – the option commonly offered within the branch network and through some vertically integrated fund managers – was the third largest purchase option by assets at \$287 billion at December 2015, making up 23% of the market and growing 70% over the last five years.

The back-end load and low-load purchase options, which are both a form of DSC purchase option, remained a large component of industry assets at the end of 2015. Though DSC options have been falling in terms of market share, assets in these series continue to grow.⁷⁰ In total, \$241 billion was held in DSC options at the end of 2015, and these options grew 19% over the last five years (largely due to the growth of low load fund series assets which grew 101% over the last five years versus 3% for traditional back-end load series).⁷¹

It is still the case that trailing commission paying fund series make up the bulk of mutual fund assets in Canada. At the end of 2015, trailing commission paying purchase options – back-end, low load, front end, and retail no load – made up 67% of assets and increased by 58% over the five years ending 2015.

⁶⁸ CSA Discussion Paper and Request for Comment 81-407 *Mutual fund fees*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, December 13, 2012, Vol. 9, No. 50, p. 249.

⁶⁹ Although there are reports that many front end load funds are sold with 0% commissions, this is based on surveys of investment fund managers rather than fund distributors. We still see many front end fund sales with commissions in the market today. We would expect front-end sales commissions to continue to be charged in order to reflect factors such as differences in the scope and timing of advice and services provided, and the experience and skill level of the advisor, etc.

⁷⁰ The decline in market share also masks its importance to certain investment fund managers and fund dealers where DSC share of firm assets can be as high as 80% or more.

⁷¹ The Canadian fund market is unique in its relative reliance on DSC and low load options. While making up 20% of mutual fund assets in Canada today, these options make up less than 1% of mutual fund assets in the United States and Europe.

A small, but fast growing, share of mutual fund assets are held in fee-based purchase options

Fee-based purchase options remain a very small part of the mutual fund market, but they are growing quickly. Fee-based fund series made up only \$69 billion or 6% of industry assets at the end of 2015. However, fee-based assets had the highest rate of increase over the five years ending 2015, increasing by 248%.

Fee-based options, while growing quickly, remain a small part of the mutual fund market as these purchase options are not available to all investors in all channels.

Not all purchase options are available to all investors in all channels

Given the number of series and purchase options available in the market, it may seem that investors are provided a wide range of purchase options.⁷² However, not all (or in some cases not many) purchase options are made available to all investors in all channels.

Figure 8 below lays out the availability of fund purchase options in Canada using the information previously discussed regarding the MFDA and IROC channels and data from Investor Economics, Morningstar, and Ipsos. Availability of products and purchase options tend to vary by the level of investable assets, by distribution channel, and by distributor type.

Mass-market households will typically choose between the purchase of proprietary funds with advice⁷³ or the full universe of fund products (and securities generally) with no advice, and may have limited access to certain other purchase options, such as fee-based options.

Dealers that offer an open shelf of fund products typically service investors with \$100,000 or more in investable assets. Investors that do not want proprietary funds may have to forgo advice and purchase through a DIY channel. As previously discussed, despite the availability of Discount/DIY purchase options, the majority of online/discount brokerage channel purchase options will be sold under the no load or front end (with front end commission waived) options with the same rate of trailing commission paid as the fully advised channel.

Fee-based purchase options are typically not available for mass-market households. In terms of the purchase options available to mass-market households, all purchase options (no load, DSC purchase options and front end load) *except* for fee-based options are generally available. If the fund investor is investing through a deposit-taker owned mutual fund dealer, the investor will typically be offered a no load purchase option. If the investor is working with an insurer owned mutual fund dealer, the investor will typically be offered front end, no load and DSC purchase options. Fund investors with little to invest are the most likely to be offered DSC purchase

⁷² See page 1 of Investment Funds Institute of Canada, *Paying for Advice: Why Options are Important*, August 2014 for example.

⁷³ We note that there tends to be more variation with respect to the use of proprietary products across insurer owned fund dealers relative to deposit-taker owned fund dealers, with some offering primarily proprietary products and others offering a wider universe of both proprietary and non-proprietary products. However, it is not clear that insurer owned fund dealers offering a wider universe of products target mass-market households.

options and some firms primarily offer their clients DSC options.⁷⁴ The dealer will typically choose which purchase options to make available and if multiple options are made available, the representative will choose which of these options are presented to the client depending on their needs and the representative's revenue requirements.

Fund investors typically gain access to advice and a wider range of product options as their investable assets increase. For mid-market households, those with investable assets between \$100,000 and \$500,000, there will be a wider range of products and types of advisor available. These investors can choose to invest through a deposit-taker owned or insurer owned mutual fund dealer focused on proprietary products or an independent mutual fund dealer offering the full universe of fund products.⁷⁵ They will also be able to invest in a wider range of investment fund and non-investment fund securities through an IIROC dealer.

Fee-based purchase options have historically been limited for mid-market households, although access to these options has begun to increase recently.⁷⁶ When purchasing through a deposit-taker owned mutual fund dealer, mid-market households will typically be offered a no load option. When purchasing through other mutual fund dealers or through independent IIROC dealers, mid-market households will typically be offered front end, no load and DSC options.

These investors also have the option of foregoing advice and choosing to purchase their funds directly without trailing commissions through direct-to-client purchase options⁷⁷ offered by some investment fund managers.

Those with large amounts of investable assets get access to advice, product options and a broader choice in purchase options. Affluent households, those with investable assets above \$500,000, have access to all purchase options, product options and advisory options available in the market. They can access a fee-based or commission-based advisor who can offer them the universe of fund products (and other securities), or they can choose to work with a traditional commission-based mutual fund dealer (who may also be a financial planner). Investors with \$1 million or more in investable assets can also work with a deposit-taker owned portfolio manager and those

⁷⁴ We note that one of the largest integrated firms in Canada recently announced that they will discontinue offering the DSC option. See Rudy Luukko, "Investors Group will eliminate deferred sales charge option", *Morningstar Canada*, September 19, 2016. We estimate that, based on assets at December 2015, this change will impact 25% of total assets held in the DSC option.

⁷⁵ Although open shelf fund dealers can offer the full universe of fund products, they will typically focus on a subset of funds from a smaller list of preferred fund families. See for example, the 2015 Environics Advisor Perception Study (http://environicsresearch.com/wp-content/uploads/2016/02/Infographic-E_FINAL.pdf).

⁷⁶ See for example, Rudy Mezzetta, "Credential introduces fee-based product for mutual fund advisors", *Investment Executive*, January 26, 2016, and Rudy Luukko, "Investors Group eases into fee-based investing", *Morningstar Canada*, November 22, 2016. We also note that other deposit-takers have recently been slowly rolling out fee-based options within their branch networks.

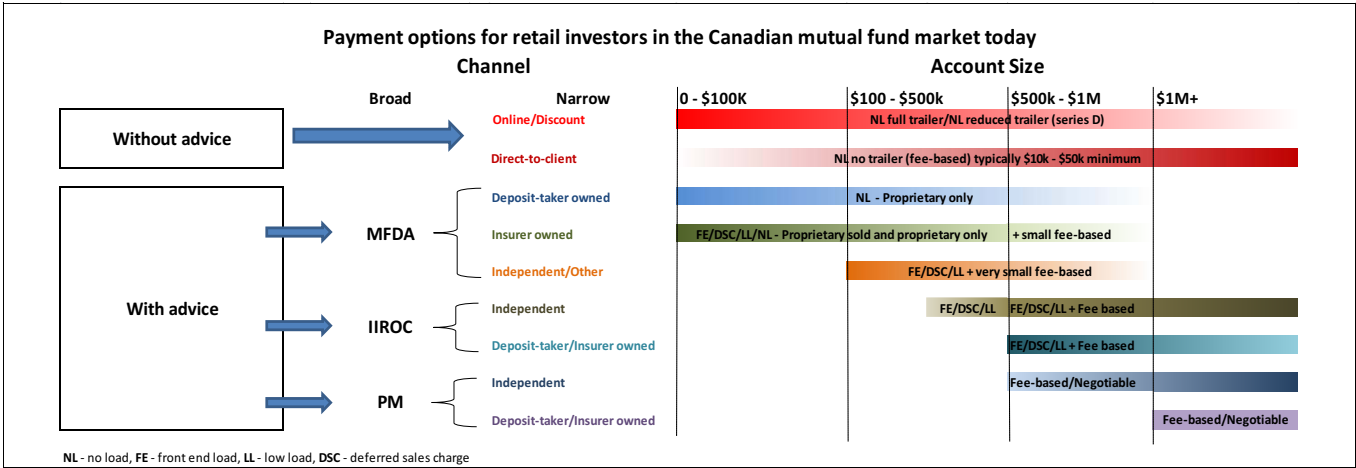
⁷⁷ Purchase options that are offered by an investment fund manager that sells investment funds directly to investors through a related mutual fund dealer via online or telephone access.

with investable assets above \$500,000 can work with an independent portfolio manager firm directly, typically through a fee-based arrangement.⁷⁸

We have provided data and our analysis of the mutual fund and securities market in Canada today. In the next section, we look at the anticipated effects if we transition away from embedded commissions.

⁷⁸ We note that the number of households working directly with portfolio managers is relatively low (i.e. below 200,000 households or less than 1% of all households). These firms also vary considerably in their usage of investment funds.

Figure 8: Mutual fund payment options by channel and account size



2. Overall market impact of the discontinuation of embedded commissions

For the discussion that follows, unless otherwise indicated, we assume that the market has transitioned away from embedded commissions and that current details about the market hold.

We also assume that the requirements in CRM2 and POS are fully implemented, and where applicable, we discuss the implication of potential intersections between the discontinuation of embedded commissions and the proposals set out in CSA CP 33-404.

i. Reduction in fund series and in fund fee complexity:

We anticipate that the number of fund series available in Canada would significantly decline as a result of a transition away from embedded compensation. As also discussed in Appendix A, this effect is expected because the vast majority of fund series available in the market today differ only by the level and type of embedded compensation paid to the dealer.⁷⁹ The transition away from embedded commissions would make these series redundant given the embedded commission free fund series (i.e. series F and high net worth fund series) that are already available today.

Based on figures from Morningstar Direct at February 2016, if we were to eliminate the fund series that include some form of embedded compensation from the market today, the total number of fund series would fall from 13,899 to 4,901 – a 65% decline. This would significantly simplify fund fee structures which are currently very complex and difficult for investors to understand, as shown in Part 2. Fund series that remain would be larger on average after the change. For example, using total industry assets at December 2015 (\$1.2 trillion) and the number of fund series that we estimate would remain after the discontinuation of embedded commissions if it were to take immediate effect today (4,901), average assets per fund series would rise from \$86.6 million to \$245.5 million – a 184% increase. We anticipate that this impact alone could drive down fund costs.⁸⁰

⁷⁹ In addition to the number of fund series available, some fund series are available for purchase under more than one purchase option (e.g. back end, low load, front end purchase options available within one fund series). Taking into account available purchase options, there were 39,848 unique mutual fund series/purchase option combinations available in Canada (source: FundSERV - mutual fund and fund wrap products) at the end of June 2016 and a total of \$1.3 trillion (\$999 billion USD) invested in mutual funds (source: Investor Economics) at the end of June 2016. In contrast, there were 32,555 unique fund series/purchase option combinations available in the United States (source: Morningstar Direct) at the end of June 2016 and a total of \$15.9 trillion invested in mutual funds (source: Investment Company Institute) at the end of June 2016.

⁸⁰ We also note that in some cases, investment fund managers today charge management fees on their series F that are less than the management fees net of trailing commission for their retail – trailing commission paying – series. If this pricing differential were to persist after the discontinuation of embedded commissions, then we would also expect to see a decline in fees from this as well. We also note that some investment fund managers, recognizing the extent of the complexity and confusion in the market, have already begun to rationalize their series offerings in order to simplify the cost structures for advisors and investors and to reduce price discrimination (see for example R. Luukko, “RBC flexes its muscle on fund fees”, *Morningstar Canada*, February 29, 2016; J. Hemeon, “TDAM lowers management fees on certain funds series”, *Investment Executive*, November 22, 2016).

Accompanying the simplification and standardization of fund series would be a simplification of, and amendments to, fund disclosure documents (fund facts, simplified prospectus, management report of fund performance, etc.). We do not anticipate significant cost implications arising from these amendments to fund disclosure documents.⁸¹ Rather, we anticipate that any costs incurred would be offset by significantly lower ongoing fund series maintenance costs (in terms of both disclosure documents and marketing materials).

We do not anticipate that any switches between series of the same fund that may occur as a consequence of the simplification of fund series would have any financial or tax implications for fund investors because, as is the case today for switches between fund series of the same fund, these switches would not be considered a deemed disposition for tax purposes.

We do anticipate that, as is the case today with switches between series of the same fund, this activity will generate many in-kind transactions or book adjustments on client account statements that may require a conversation between the advisor and client to explain the occurrence or may be accompanied by a notice from the investment fund manager and/or fund dealer. Each would entail one-time costs.⁸²

ii. New lower-cost product providers may enter the market:

We anticipate that new lower-cost product providers would enter the mutual fund market after a transition away from embedded compensation. Some lower-cost mutual fund providers have expressed to the CSA the view that embedded commissions function as a barrier to market entry.⁸³ We anticipate that these new product providers would enter the market with a wide range of passively and actively managed mutual funds.

Based on an analysis of low-cost fund product provider pricing in other markets,⁸⁴ while taking into account pricing practices specific to Canada (e.g. tax differences such as the HST etc.), the

⁸¹ We anticipate these amendments to include only deletions from current disclosure documents and significant simplification and removal of sections such as the dealer compensation from management fee section, etc. We anticipate that investment fund managers will choose to merge assets into existing, and likely repriced, fund series rather than launch new series.

⁸² We anticipate that these costs would be incurred in any case as the representative and client would need to communicate and agree on a direct pay arrangement going forward.

⁸³ See for example the transcript of OSC Roundtable Re Discussion Paper and Request for Comment 81-407 *Mutual Fund Fees* (June 7, 2013) at p.98 - Question from Commissioner Deborah Leckman to Atul Tiwari, Managing Director/Head of Canada for Vanguard Investments, *infra* note 201. Other evidence that embedded commissions inhibit competition by creating barrier to entry is provided in Appendix A.

⁸⁴ The estimates for low-cost manager pricing come from a cross-sectional regression of non-institutional management fees and MERs controlling for fund size, domicile (U.S., Canada, U.K. Ireland, Australia), product structure (ETF or mutual fund), broad asset class and management type (active or passive). Current fee-based fund series pricing is for the Canadian fund market only. Currently, the average fixed income fund fee-based series MER in Canada is 48 bps for an index tracking fund and 92 bps for an actively managed fund. The average equity fund fee-based series MER in Canada is 77 bps for an index tracking fund and 124 bps for an actively managed fund. All data is sourced from Morningstar Direct at July 2016.

estimates suggest that management expense ratios (**MER**) for index funds offered by these new entrants could be up to 40 bps lower than average index fund costs today. Also, MERs for actively managed funds offered by these new entrants could be up to 75 bps lower than average actively managed fund costs today.

Aside from certain large low-cost product providers, it may be possible for smaller emerging asset managers that have a good track record of risk-adjusted performance to enter the mutual fund market (either through a public fund launch or through a sub-advisory relationship) after the transition away from embedded commissions. Those managers that offer a distinct mandate or a niche style - a comparative advantage – could have a greater chance of success in a post trailing commission world as they would compete on their performance without the trailing commission factor.

iii. Increased price competition / decrease in fund management costs:

Over time, the discontinuation of embedded commissions should curtail the incentive for mutual fund dealers and their representatives to recommend products that give priority to maximizing revenue over the interests of clients. Mutual fund dealers and their representatives are therefore likely to focus more on fund performance and fund fee levels, which in turn will put pressure on investment fund managers to improve their performance and reduce their fees. Investment fund managers with affiliated mutual fund dealers are also likely to be affected by this pricing and performance pressure over time.

The potential entrance of lower-cost product providers will likely increase the competitive pressure to decrease fund management costs even further (if not also distribution costs)⁸⁵ over time. We anticipate that the impact of new entrants into the mutual fund market will lead to a decline in the cost of existing funds as incumbent investment fund managers may adjust their pricing to retain market share. Based on the estimates provided above for low-cost provider pricing, we may see an MER decline of 25 to 50 bps for actively managed equity funds and 10 to 25 bps for actively managed fixed income funds shortly after the discontinuation of embedded commissions.⁸⁶

iv. Shift in product recommendations to lower-cost / passively managed products:

⁸⁵ See for example, Victor Reklaitis, “The Vanguard effect on fund fees, in one handy table”, *Market Watch*, November 16, 2015, <http://www.marketwatch.com/story/the-vanguard-effect-on-fund-fees-in-one-handy-table-2015-11-13>.

⁸⁶ This estimate is based on incumbent investment fund managers reducing their existing fees by one third to two thirds of the difference between their fees and those charged by new low-cost market entrants. Note, as well, that we saw similar price declines after the entrance of low-cost ETF providers into the Canadian market in 2011 and in reaction to competition from U.S. domiciled ETFs which were going through their own pricing war at about the same time. Unlike the mutual fund market, the ETF market in Canada is open to competition from abroad. Canadians routinely purchase U.S. domiciled ETFs. At March 2016, 27 cents of every retail dollar invested in ETFs in Canada was held in a U.S. domiciled ETF.

It is reasonable to assume that the transition away from embedded commissions, coupled with the growth of lower-cost passively managed fund products, will also likely drive a shift to lower-cost passively managed funds in terms of the (i) product shelf chosen by dealers, (ii) recommendations made by representatives, and (iii) funds chosen by mutual fund investors over time. However, we are cautious regarding the extent and pace at which this shift would likely occur. As noted earlier and in Appendix A, the Canadian mutual fund market (excluding ETFs) is overwhelmingly focused on actively managed funds.⁸⁷ While the level of trailing commissions paid historically on index funds relative to actively managed funds was likely a driver of their lack of popularity with fund dealers and representatives, we also acknowledge that it takes time for habits to change.⁸⁸ In addition, while there are several investment fund managers that have offered and continue to offer index funds, they have historically not always 'actively' marketed them.⁸⁹

If we consider the experience in the U.K.,⁹⁰ they began to see a significant increase in both sales and assets held in index tracking funds several years before the RDR reforms were introduced in January 1, 2013. According to data from the Investment Association, shown in Figure 9 below, index tracking fund ("tracker funds") market share began to significantly increase after 2009.⁹¹ Market share of index tracking funds increased from 6.3% to 12.4% and assets under management increased by 251% (£77 billion) between December 2009 and December 2015.

⁸⁷ While the mutual fund industry launches an average of about 200 funds a year, the most recent index fund launch was in 2013.

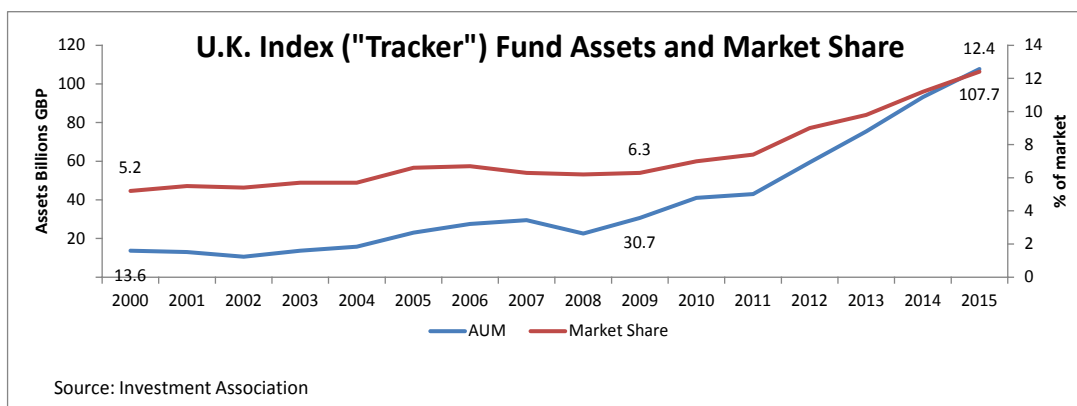
⁸⁸ Recent research highlighting the sub-optimality of the investment choices made by financial advisors for their portfolios suggests that established beliefs coupled with a lack of proficiency can be significant obstacles to change (See Juhani T. Linnainmaa, Brian T. Melzer, and Alessandro Previtero, "Costly Financial Advice: Conflicts of Interest or Misguided Beliefs?", December 2015, <http://faculty.chicagobooth.edu/juhani.linnainmaa/MisguidedBeliefs.pdf>). It's not clear from this research however how much of this product bias might be driven by the dealer's decisions regarding the product shelf. We know that the majority of mutual fund dealers in Canada are either proprietary only or are proprietary focused.

⁸⁹ See for example, Rob Carrick, "TD's e-series funds: Easy to love, hard to buy", *Globe and Mail*, May 9, 2011; Dan Bartolotti, "More Fun With the TD e-Series Funds", *Money Sense Magazine Online*, September 23, 2010; Dan Bartolotti, "TD Responds to e-Series Concerns", *Money Sense Magazine Online*, August 20, 2010.

⁹⁰ As mentioned in Part I, while the analysis of relevant reforms in other jurisdiction is informative and insightful, the unique features of those markets, including the characteristics of their respective market participants and the specific competitive dynamics within which they operate, their market structure, the savings habits of their local investors, as well as the extent of their respective reforms, the specific impacts from the reforms in those jurisdictions might not be the same for the Canadian market.

⁹¹ While final rules and guidance for the U.K.'s RDR reforms were released in March 2010, they were announced well before this date which allowed the securities industry to adjust in anticipation of the change (see for example, David Ricketts, "Rapidly evolving online platforms face competition", *Financial Times*, September 7, 2008).

Figure 9: Growth of Tracker Funds in the United Kingdom



If we were to see a similar increase in the run up to the discontinuation of embedded commissions in Canada, we would expect index fund market share to increase from their current share of 1.5% of market today (\$18.8 billion⁹²) to between 5% and 10% of market five years after the transition away from embedded commissions.⁹³

v. *Shift in assets across existing investment fund managers:*

A shift toward lower-cost and passively managed funds stemming from the discontinuation of embedded commissions⁹⁴ would also likely occur between funds managed by the same investment fund manager. We may also see a shift of assets between conventional mutual funds and ETFs (whether managed by the same investment fund manager or not). In such cases, we would expect that all investment fund managers would be reviewing their fund offerings with respect to cost and performance and, in some cases, introducing or expanding their passively managed fund offerings.

Beyond the shift to passively managed products, we would also expect a potential shift in assets across active investment fund managers. For example, if active investment fund managers will need to compete more on the level of their risk adjusted performance after the discontinuation of

⁹² See Figure 4 above (source: Investor Economics).

⁹³ This estimate is dependent on both how fast index fund demand increases after the discontinuation of trailing commissions and how strong aggregate growth is in the fund industry (among other factors). For example, if growth in the mutual fund industry over the last 10 years of around 7% were to persist, we were to see similar growth rates for index funds in Canada as we have seen in the U.K., and we were to eliminate embedded commissions in 2020, this would suggest total assets invested in index funds would grow from \$18.8 billion today to \$125 billion by 2025 – a 5% market share. If aggregate fund industry growth was to substantially slow (to 1 to 2% per year) and index fund growth was to remain the same, then index fund market share would move closer to the 10% mark.

⁹⁴ Besides the discontinuing of embedded commissions, many other factors could result in a shift in allocation of capital to lower-cost and passively managed funds.

embedded commissions than they do presently, it is reasonable to assume that actively managed funds producing negative alphas today could be considered at risk over time.

Based on a review of current actively managed fee-based (series F) fund offerings⁹⁵ and their five year alphas, the data suggests that:

- 87% of investment fund managers offering actively managed funds today have some funds with negative alphas which could be at risk of redemption if embedded commissions were discontinued and these managers were not able to adjust their fees or improve performance;⁹⁶
- For active investment fund managers that manage funds with negative alphas, the proportion of assets at risk or redemption could be on average 53% of firm assets;
- In aggregate, an estimated 44% of actively managed fund assets may experience redemption and reallocation pressure to competitor investment fund managers over time if embedded commissions were discontinued and these managers were not able to adjust their fees or improve performance; and
- For active investment fund managers with little or no access to related party distribution⁹⁷, on average 59% of assets at these firms may experience redemption pressure over time assuming once again these managers were not able to adjust their fees or improve performance.

As we have emphasized throughout this section, much depends on how investment fund managers react to the discontinuation of embedded commissions. And as noted earlier, we expect investment fund managers to alter the way that they compete over time by reducing prices and refocusing their distribution efforts toward improvements in risk adjusted performance to retain market share.

⁹⁵ Since we are looking at what would happen after the discontinuation of embedded commissions, we have focused on 5 year alpha based on fee-based pricing. All analysis in this section is based on data from Morningstar Direct at June 2016.

⁹⁶ These assets may already be at risk today. However with the discontinuation of embedded commissions we would expect this risk to increase further. For funds that are already in net redemptions, their redemption rate may increase further.

⁹⁷ We focus here on those investment fund managers without significant access to captive distribution because Canadian and other international research has shown that affiliation (i.e. access to affiliated distribution) can be an effective barrier to price and performance competition (see for example, Douglas Cumming et al., supra note 3). However, we note in the next section that even for fund managers with access to captive distribution we anticipate that there could be significant product price and performance pressure after the removal of embedded commissions.

vi. *Market innovations in product distribution and advice:*

When considering the overall effects on product distribution and advice, it is important to note that the discontinuation of embedded commissions would not require dealers to move to a fee-based arrangement. As discussed in Part 3, dealers could still charge commissions to clients directly, move to a fee-based arrangement, move to an hourly rate, or move to any other combination of payments as long as compensation is not embedded within the product or paid by the investment fund manager.⁹⁸

It is anticipated that if we were to discontinue embedded commissions, existing and new market innovations would help ensure that mass-market households still have access to advice.

As we highlighted earlier, the majority of mass-market households do not own investment funds and would not be affected by the discontinuation of embedded commissions. However, based on current market developments, they are likely to have more access to online advice over the next few years.⁹⁹

Online advice (typically referred to as robo-advice) is still an emerging sector within Canadian financial services, though there are a number of online advice platforms that have been established for some time. While online advisers¹⁰⁰ have yet to make a large impact, either in the number of households serviced or in the share of wealth held by these firms, considering that online advisers typically offer investment fund products under an asset allocation service, there are a number of reasons why we should anticipate that they will be disruptive to the status quo and could have the potential to increase access to advice over time.

First, online advice is often less expensive than traditional advice channels and would likely remain so particularly if we were to discontinue embedded commissions.

⁹⁸ For example, in its latest data bulletin, the FCA reports that a number of charging structures are popular post-RDR including charging based on hourly rates (20% of firms), percentage of assets (48% of firms), fixed fees (22% of firms) and combined structures (10% of firms). Note that, unlike our current proposal, new front end commission arrangements were prohibited in the U.K. (Financial Conduct Authority, *Data Bulletin Issue 7*, October 2016).

⁹⁹ The result of a survey published by Ernst & Young in 2016 show that, in Canada, 8.2% of digitally active consumers have used at least two digital/online (**FinTech**) products within the last six months, in the form of money transfers and payments, and savings and investments, in comparison to 15.5% globally. The survey also shows that, if awareness of the available FinTech products by consumers increases, adoption rates could triple within a year from 8.2% to 24.1%.

¹⁰⁰ We refer to "online advisers" because in the Canadian market, advisers that provide advice using an online platform must be registered portfolio managers and restricted portfolio managers. These firms provide discretionary investment management services at a low cost to retail investors through an interactive website. Online advisers still have to review the accounts created through the automated process as outlined in CSA Staff Notice 31-342 *Guidelines for Portfolio Managers Regarding Online Advice*. The online advisers that have been approved to carry on business in Canada are not "robo-advisers" of the kind that are operating in the United States, which may provide their services to clients with little or no involvement of a representative of the adviser. By comparison, Canadian online advisers can be seen as providing hybrid services, in that they use an online platform for the efficiencies it offers, while their representatives remain actively involved in (and responsible for) decision-making.

The cost of distribution and advice when dealing with a traditional mutual fund dealer from a vertically integrated firm, not including any account fees or product costs, is typically 1% of assets or more.¹⁰¹ Account pricing for online advice, net of mutual fund product costs, is typically between 0.15% and 0.7% of assets per year depending on the amount invested,¹⁰² and the average fund MER on these platforms is approximately 0.25%. This ability of online advisers to undercut the costs of the dominant advice delivery channel for investment fund owning households with modest levels of accumulated wealth is likely to limit what this channel can charge going forward for investment fund distribution and advice.

In Figure 10 below, we show what the minimum, maximum and average online adviser costs in dollars are today for account assets up to \$1 million. Against the traditional 1% mutual fund distribution cost model, it seems that online advice has the potential to become an important distribution model in Canada.

However, as we said at the outset, online advice is an emerging sector in Canada. Early pricing and services provided may not be indicative of pricing over the long term. For example, it remains to be seen whether these new online adviser entrants can gain enough scale before incumbents adopt innovation.¹⁰³ If these new entrants do not gain sufficient scale, the current pricing pressures that their entrance has brought about may be transitory. In addition, we have yet to see the entrance of low-cost, hybrid, online advice models in Canada as we have seen in other markets.¹⁰⁴

If we were to discontinue embedded commissions, the ability of incumbents to limit this pricing pressure could be curtailed by the actions of more established and better capitalized entrants into the market post the discontinuation of trailing commissions.

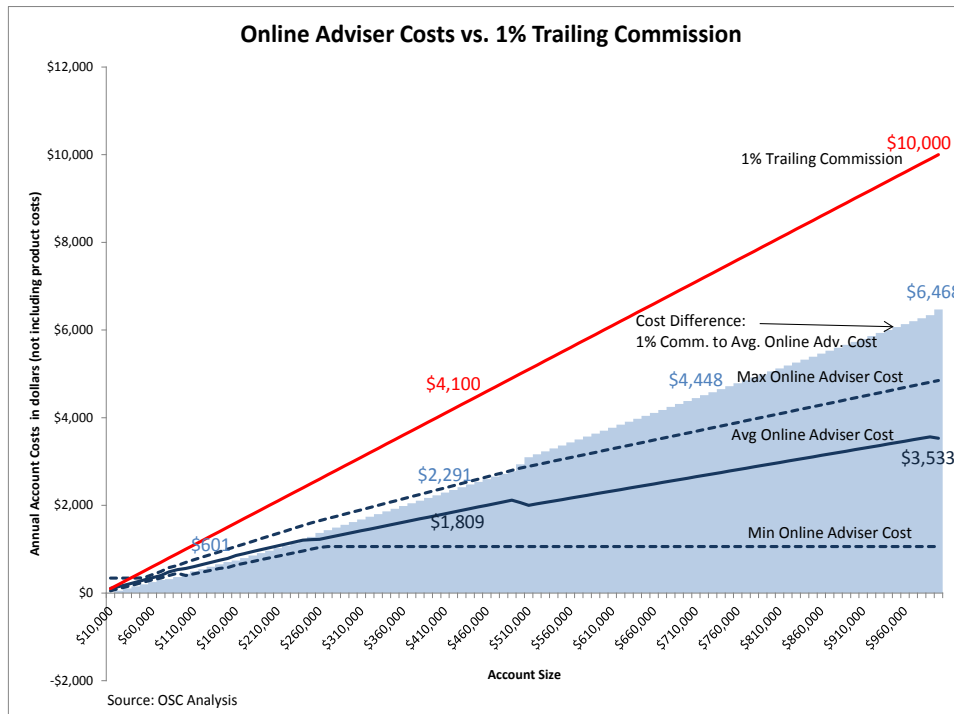
¹⁰¹ The majority of mutual funds sold through bank branches are fund-of-funds (see for example, Investor Economics, *Insight Report*, November 2016, page 3). These funds typically include a posted trailing commission of 1% and in some cases more than 1%.

¹⁰² We note however that not all online advice costs are this low today.

¹⁰³ We have seen some evidence of this already with BMO and RBC either moving or getting ready to move into online advice and Power Financial providing a large investment into Wealth Simple. See, for example: Fiona Collie, "RBC Wealth Management explores adding robo-advisor", *Investment Executive*, October 8, 2015; Paul Lucas, "Royal Bank of Canada turns to robo advisors", *Wealth Professional*, February 4, 2016. Several online advisers have also expanded to provide financial advisors a web-based platform that will allow them to keep offering services to non-core clients (i.e. mass-market households).

¹⁰⁴ See for example, the Vanguard Personal Advice Service offered in the United States, which offers clients with a minimum of \$50,000 to invest automated advice coupled with access to a traditional advisor for an advice cost of 30 bps which decreases as assets rise (<https://personal.vanguard.com/pdf/vpabroc.pdf>). The program has been more successful relative to other automated advice only offerings. Assets in the program totaled \$41 billion, one year after launch (see Alex Eule, "The Future of Mutual Funds", *Barron's*, July 9, 2016.).

Figure 10: Online adviser versus traditional advice costs



While online advisers are likely to have an impact on the price of distribution, they also may have an impact on the types of products distributed, particularly if embedded commissions are discontinued.

Once again, the majority of households with modest levels of accumulated savings have a relationship with a deposit-taker or insurer owned dealer. As previously discussed, the scale of the advice these households require may tend to be more limited and the types of products they are being offered are often packaged solutions such as fund-of-funds – because they are easy to sell and reduce the representative’s compliance risk as they transfer the representative’s portfolio creation role to the investment fund manager. In many ways, fund-of-funds are the equivalent of the asset allocation service offered by many online advisers. According to data from IFIC, for the six years ending December 2015, fund-of-fund net sales totaled \$191 billion versus \$32 billion for traditional stand-alone funds. They have become the dominant product in the mutual fund industry.

Fund-of-funds offered through the deposit-taker channel are typically invested in related party actively managed funds. Research suggests that while actively managed funds tend not to outperform their benchmarks, a portfolio of actively managed funds is even less likely to outperform a portfolio of passively managed funds.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Richard A. Ferri and Alex C. Benke, “A Case for Index Fund Portfolios: Investors holding only index funds have a better chance for success”, June 2013. See additional research at Appendix A, note 194.

This trend is borne out by the performance of fund-of-funds in Canada. At the end of March 2016, and not accounting for survivorship bias,¹⁰⁶ which would reduce the percentage of outperformers further, only 8% of fund-of-fund products were able to beat their indices on a risk-adjusted basis¹⁰⁷ over 3 years, only 10% over 5 years, and only 8% over 10 years. Notably, only 3 funds were able to do it over all three periods.

As most fund-of-funds tend to be actively managed while many (but not all) portfolios managed by online advisers tend to be made up of lower-cost passively managed ETFs or mutual funds, we should expect that these portfolios will do at least as well as traditional fund-of-funds offered by vertically integrated firms today. Moreover, we should expect that the sophistication of online advice offerings will improve over time.

The fact that the advice is more automated means that, with the same number of representatives, online advice platforms have the potential to service more households relative to traditional advice channels. Furthermore, given that online advice tends to be less expensive and that it encompasses at least part of the benefits thought to be the potential drivers of value with traditional advice¹⁰⁸, we anticipate that its growth could potentially increase investors' access to advice in the future.¹⁰⁹

Increased automation is also expected to benefit the traditional advice channel such that we should expect productivity gains here too. Automation may make it possible for the traditional advice channel to service parts of the market previously not covered.¹¹⁰

The discontinuation of embedded commissions, along with any potential enhancements to the obligations of dealers and representatives and the growth of online advisory services, may also drive up the demand and the supply of discretionary management¹¹¹ in Canada. This change is

¹⁰⁶ Not accounting for funds that have closed or merged over the period. Including these funds would have reduced the percentage of outperforming funds even further.

¹⁰⁷ As measured by information ratios over the time periods cited.

¹⁰⁸ From the Vanguard Advisor Alpha report – the drivers of value that would be incorporated into online advice options would be asset allocation, usage of low-cost products and rebalancing. Ryan Rich, Colleen M. Jaconetti, Francis M. Kinnery Jr., Donald G. Bennyhoff, and Yan Zilbering, “Putting a value on your value: Quantifying Vanguard Advisor’s Alpha in Canada”, 2015, The Vanguard Group, Inc.

¹⁰⁹ Accenture notes that “much of the initial uptake and interest in robo-advice is coming from the “mass-affluent, delegator” market segment, which has traditionally been underserved”. See Accenture “The Rise of Robo-Advice: Changing the Concept of Wealth Management,” 2015, page 2.

¹¹⁰ See for example: Tessie Sanci, “Nest Wealth readies launch of new tool for financial advisors”, *Investment Executive*, April 19, 2016; James Langton, “Canada’s robo-advisor market to see robust growth”, *Investment Executive*, May 19, 2016; Tessie Sanci, “Wealthsimple for Advisors readies for launch”, *Investment Executive*, May 11, 2016.

¹¹¹ Discretionary management means a form of investment management in which a portfolio manager has the authority to make investment decisions for a client’s account, including the discretion to trade in securities for the

expected because these initiatives, along with the CRM2 initiative, may encourage dealers and their representatives to explain their value proposition to clients in a way many have never had to. In some cases, the easiest way for the representative to do this will be to show the client that the use of discretionary advice creates a savings discipline, simplifies their life and frees up their time. There is some evidence that this shift has occurred in the U.K. post-RDR and across Europe generally where similar changes have been introduced.¹¹² There is also an expectation that use of discretionary advice will continue to grow in these markets for the foreseeable future.

It is important to note that this trend, were it to occur either in response to the discontinuation of embedded commissions or other ongoing policy initiatives, would be likely to drive up the cost of advice. However we should also expect, in such a scenario, that the level of service and advice would be potentially more aligned with the costs paid.

Whether or not this shift is a benefit to investors depends on whether investors or dealer firms are driving the change. For example, European and U.K. firms surveyed have suggested that they have moved or are expecting to move more toward discretionary advice at least in part because they consider it is a less-time intensive (and thus more profitable) model to run from a compliance cost perspective relative to traditional advisory services.¹¹³ Others surveyed have argued that, while this model is simpler and more scalable, what is equally driving the change is the fact that this model is also easier for clients to understand and thus more valuable to them.¹¹⁴

We anticipate that some dealers would be less impacted by the discontinuation of embedded commissions than others, at least initially. Those dealers, typically deposit-taker and insurer owned mutual fund dealers, that do not receive embedded commissions today but instead receive transfer payments unrelated to an investor's purchase or continued ownership of a mutual fund security from their non-securities registered parent firm, may be less affected by the discontinuation of embedded commissions. It is anticipated that even these firms would be encouraged to make changes over time to their products and services and their pricing in order to compete with new low-cost distribution models.¹¹⁵

We focus in the next section on the potential impact to specific stakeholders.

account without requiring the client's express consent to a transaction (ref.: definition of "managed account" in *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*).

¹¹² See for example: Joint report of Oliver Wyman and J.P. Morgan, "The Future of European Wealth Management: Imperatives for Success", November 2014; BlackRock, "Wealth Management Industry Survey 2015"; David Boyle, "A strong DFM market", *Defaqto*, March 26, 2016; "DFMs open up a greater choice for clients", *FT Adviser*, October 24, 2016.

¹¹³ Joint report of Oliver Wyman and J.P. Morgan, "The Future of European Wealth Management: Imperatives for Success", November 2014, page 15.

¹¹⁴ BlackRock, "Wealth Management Industry Survey 2015".

¹¹⁵ It is worth noting that some firms have anticipated these changes and have already begun to simplify their purchase options, lower product costs, and introduce direct pay arrangements within their branch network (see note 80).

3. Impact of the discontinuation of embedded commissions on specific stakeholders

a. Investors

We set out below the potential impact of the discontinuation of embedded commissions on different investor segments. The impact we have outlined for one segment of investors could also apply to a certain degree to another segment of investors.

i. *Investors with investable assets below \$100k (mass-market)*

As explained above, we anticipate that, like all fund investors, this group of investors would likely see the cost of active management and fund management generally decline. New players entering the market would likely service these investors and their usage of low-cost, passively managed funds would likely increase. In order to service these investors, dealers will likely be encouraged to increase or introduce the use of simplified online advice options. An implication of this development, coupled with the discussion earlier about the number of households in this group that do not own investment funds today, is that the size of this group has the potential to grow over time. Fund ownership has the potential to move beyond 37% of all Canadian households today.

Considering the shift in product recommendations discussed previously, we anticipate that representatives, particularly at independent mutual fund dealers which offer an open product shelf, would focus more on lowering product costs and choosing better performing products over time. The discontinuation of embedded commissions would also eliminate the incentive for representatives to potentially engage in unsuitable leverage strategies. A potential negative impact of the discontinuation of embedded commissions for mass-market households is that some independent fund dealers may choose not to continue to service these households.¹¹⁶

Some investors, when presented with the cost of advice may not see value in it and choose to move to another dealer, to an online/discount broker or to an online adviser. We do question though the extent to which this change will occur given that the implementation of the new CRM2 annual report on charges and other compensation will have been completed. It is possible that investors that do not see value from advice, in reaction to the CRM2 disclosures, may have already moved their assets to another dealer, to an online/discount broker or to an online adviser. Where we may see movement is for those investors who want to use mutual funds but do not want to use advice. For investors that move their assets to an online/discount broker, they will no longer bear the cost of full trailing commissions if they make the switch.

It is fair to say that this group of investors is the group most at risk of falling into the “advice gap” – the group of investors who cannot obtain the amount of advice they desire at the price they are willing to pay – today.¹¹⁷ As was outlined earlier, this is also the group of fund investors

¹¹⁶ We note that based on the Ipsos data, an estimated 14% of mass-market households work with an independent/other integrated fund dealer today. About 38% of these households also have a relationship with a deposit-taker or insurer owned dealer.

¹¹⁷ In the FCA and HM Treasury’s *Financial Advice Market Review: Final Report* (March 2016), “advice gap” is similarly defined as situations in which consumers are unable to get advice and guidance on a need they have at a

that are least likely to be receiving advice today and when they do receive advice, the range of services¹¹⁸ provided tends to be less than for those with higher levels of wealth.¹¹⁹ Households with little to invest are considered to be the most difficult for the industry to service today given the costs and scalability of existing advice models versus the potential revenue gained. Admittedly, in terms of the number (though not in terms of the share of total wealth) this group makes up the largest share of households.

For a number of reasons alluded to earlier in this section, despite the potential risks, we do not anticipate a significant advice gap in the event that we move forward with our proposals.

First, with respect to the risk of increasing the “advice gap”, we note that the majority of mass-market households do not own investment funds and that for the mass-market households that do own investment funds, the majority have tended to purchase them through a deposit-taker or insurer owned dealer. We anticipate that deposit-taker and insurer owned dealers will continue to serve mass-market households if we transition away from embedded commissions. As noted earlier, by virtue of being both vertically and horizontally integrated, many deposit-taker and insurer owned dealers (particularly in the mutual fund dealer channel where we have shown the majority of these households are serviced) have already moved away from traditional grid based compensation that relies on embedded commissions.¹²⁰ Their high level of horizontal integration has led these firms to focus less on any one business line (e.g. mutual funds, GICs, mortgages, credit cards etc.) and focus more on gathering assets across all business lines and on directing clients to the appropriate business line.¹²¹

The discontinuation of embedded commissions by itself will likely have little direct impact on these integrated business models. They will continue to provide a wide array of financial products and services (including mutual funds) to households with little to invest. We have already outlined trends with respect to automation that may actually increase access to advice for

price they are willing to pay. Based on the experience in other jurisdictions, we note that an advice gap is not a phenomenon that occurs only because of a ban on embedded commissions, but rather it is a function of a number of factors (changes to existing business models, changes to consumer preferences, technological changes etc.) that occur normally in any competitive market for financial services.

¹¹⁸ Financial services and advice can, but need not always, encompass a broad range of services such as investment recommendations, asset allocation, the setup of systematic savings plans and/or registered plans, the preparation of a written financial plan, tax planning, estate planning, debt management, budgeting cash flows, etc.

¹¹⁹ As noted earlier when looking at the Ipsos household survey data, the usage and, likely, the breadth of advice tend to increase with household wealth.

¹²⁰ For example, see the discussion in MFDA Bulletin #0689-P, supra note 24, regarding the cost disclosure requirements for dealers that do not receive commissions but instead receive transfer payments from affiliates based upon a management agreement with the corporate parent. Also see previous research completed by CSA staff into advisor compensation practices.

¹²¹ For example, to their related branch direct, branch advice, financial advisor, full-service dealer or private wealth management arm.

this group¹²² and we have noted the much higher levels of advice coverage and advisor availability in Canada versus other jurisdictions such as the U.K.

With respect to the developments in the advice market in the U.K. post-RDR, it is important to take note of the other factors that have led to the advice gap that are not present in the Canadian context.

In the recent financial advice market review conducted by the Financial Conduct Authority (FCA) and HM Treasury in the U.K.¹²³, they identify that the standards and professionalism in the industry have increased. As well, the move to a direct pay model for advice on retail investment products has improved transparency and significantly reduced certain conflicts of interest. However, they also identified a number of obstacles post-RDR implementation that are limiting accessibility and affordability of advice, including:

- a need for clarity as to when general forms of advice become or are considered “regulated advice”¹²⁴;
- a need for clarity on responsibilities when providing guidance that is not “regulated advice” (e.g. online calculators and tools, providing general behavioural nudges to clients);
- a need for clarity on how to tailor suitability assessments when providing narrow forms of advice;
- extending the time new employees can work under supervision while obtaining qualifications in order to provide more flexibility to train a new generation of advisers;
- clarifying the length of time a firm can cross-subsidize the cost of new advice delivery models while still ensuring that over the long-term the charges for their advice service cover the costs of providing that service (**the cross-subsidization rule**); and
- assistance in introducing new technologies to automate advice and to streamline and codify the fact finding process used in traditional advice in order to reduce the cost of suitability assessments.

None of these obstacles limiting access and affordability were found to be related to the removal of embedded commissions but rather they tended to be tied to the particular way in which the FCA chose to raise the standard of care.

The new standard for advisors implemented in the U.K. with RDR has much wider scope, in terms of the types of advice covered and the limitations on business conduct, than is

¹²² See also Accenture, “2016 North American Consumer Digital Banking Survey, Banking on Value: Rewards, Robo-Advice and Relevance,” 2016.

¹²³ Financial Conduct Authority, HM Treasury, *Financial Advice Market Review: Final report*, March 2016.

¹²⁴ Advice relating to a particular investment given to a person in their capacity as an investor or potential investor (or their agent) and relates to the merits of them buying, selling, subscribing for, or underwriting (or exercising rights to acquire, dispose of, or underwrite) the investment. See Financial Conduct Authority, *Finalised Guidance FG15/1: Retail investment advice: Clarifying the boundaries and exploring the barriers to market development*, January 2015 (<http://www.fca.org.uk/static/documents/finalised-guidance/fg15-01.pdf>).

contemplated in CSA CP 33-404. For example, the CSA has not contemplated an equivalent to the FCA's cross-subsidization rule which seems to have played a role in limiting the introduction of new advice delivery models in the U.K. Therefore, we do not anticipate the same obstacles to the development of new lower-cost distribution models in Canada after the discontinuation of embedded commissions.

In addition, as discussed later in Part 5, if the CSA were to discontinue embedded commissions, the CSA would aim for a transition period sufficient to allow market participants time to adjust their business models with the objective of mitigating any investor harm. Finally, as has been the case with the introduction of CRM2 and POS, we anticipate that the industry will find it in its interest to educate and prepare their clients for such a change in order to minimize disruption to its business.¹²⁵

It is possible, however, that the cost of *traditional* advice may rise for this group. 'Bricks and mortar' advice is also likely to decline for this group (although this change may occur anyway for this group over the next few years as account minimums to access advice may continue to increase).

As mentioned in Part 5, the transition to direct pay arrangements and the implementation of other regulatory reforms may lead to an increase in the cost of dealers' operations and compliance, which may lead to an increase in the cost of advice. Some investors may be pushed into online advice relationships, other more simplified forms of advice, or the online/discount brokerage channel even though these services may not meet all their needs and even though they may prefer, but can no longer afford, face-to-face advice.¹²⁶

We do not anticipate that there would be a significant change in the fund products recommended through integrated mutual fund dealer firms although, as we have noted, the cost and performance of those products may change in reaction to new market entrants. There is also the possibility that some representatives may have less of an incentive to service clients after the initial sale were we to move to more widespread use of fee-based arrangements. This may lead to reverse churning.¹²⁷

¹²⁵ James Langton, "MFDA, IFIC help inform investors about pre-sale disclosure", *Investment Executive*, February 25, 2016; Rosemary McCracken, "Talk with your clients about compensation before CRM2 comes into effect", *Insurance & Investment Journal*, November 20, 2015.

¹²⁶ We note however that recently released data on the cost of fee-based – percentage of asset fee – charges in the U.K. post-RDR suggest the fees are not too different from the fees charged today in Canada. Initial fees of 1% to 3% with annual ongoing fees of 0.5% to 1% of assets (see Financial Conduct Authority, *Data Bulletin Issue 7*, October 2016, page 11).

¹²⁷ Churning typically occurs when a dealer engages in excessive buying and selling of securities in a customer's account chiefly to generate commissions that benefit the dealer. In contrast, "reverse churning" occurs when a dealer places a customer's assets in a fee-based account (or receives some form of asset based compensation) chiefly to collect the fee then subsequently does little for the client, in terms of actual advice, trading or account activity, in exchange for that fee.

As the investor may not be equipped to negotiate the fees or may not fully appreciate that there is a cost to distribution, moving to a fee-for-service model could have the consequence of discouraging some investors from seeking financial advice, particularly where they are indirectly paying for but are not receiving advice (outside of the required suitability assessment) today, as they may be unwilling to pay a fee for such advice.¹²⁸ Finally, where representatives choose to offer their services to clients under a transaction-based commission arrangement, they may be incented to churn the account.¹²⁹

ii. Investors with investable assets between \$100k and \$500k (mid-market)

Similar to investors with modest levels of accumulated wealth, we would expect this group to benefit from lower fund management costs, whether funds are actively or passively managed. We also expect that new players entering the market would tend to target this group and their usage of passively managed funds would likely increase. A transition away from embedded commissions will likely drive a shift in products recommended by representatives and made available on the dealer product shelf toward lower-cost and passively managed funds, which could improve investor outcomes. We expect client engagement with this segment of investors to increase with respect to the services and advice options offered (e.g. full, partial, à la carte options). These different types of service and advice options are likely to give investors more control and more clarity over the advisor/client relationship. This group is also likely to be offered more discretionary advice over time.

Similar to the push toward online advisory services for investors with less than \$100,000 to invest, it is possible that some “buy-and-hold” investors may be moved into fee-based accounts when transaction-based fees may be better for their circumstances (we note that this shift is already occurring today). We anticipate that the concept proposals outlined in CSA CP 33-404, if implemented, would limit this potential impact. As outlined above, there is also the potential for reverse churning in these arrangements.

iii. Investors with investable assets above \$500k (affluent)

We anticipate that this group of investors will be the least impacted by the discontinuation of embedded commissions as they are the most likely to be using non-embedded forms of dealer compensation today. They would, however, likely benefit from the fund management cost declines outlined above. As with the other two investor groups, representatives at private wealth management firms and representatives at IROC dealers would likely focus more on recommending lower-cost and passively managed funds to their affluent clients where it is appropriate to do so. Usage of discretionary advice is likely to go up substantially for this group. We anticipate similar potential negative impacts as those anticipated for the other two investor groups. Given that the affluent group of investors is the most sought after by advisors today, we

¹²⁸ A recent article questions how much advice is provided to the typical advised client given the number of clients typically serviced by the average advisor (see Dan Hallett, “Advice gap exists now,” Investment Executive, Mid-November 2016).

¹²⁹ Although churning is something that can typically be detected easily and that self-regulating organizations (SRO) and compliance officers routinely check for.

anticipate that they will continue to be provided the most flexibility in terms of payment arrangements and the most number and scope of advice delivery and service offerings.

iv. Do it yourself investors

For DIY investors, the discontinuation of trailing commissions would significantly lower costs as we would expect them to benefit from the decline in fund management costs and the removal of the full trailing commission costs they often pay today. The supply of DIY fund series options may also increase from 493 today to 4,901 options (based on a comparison of the D series and F series available today). These investors will, however, be required to pay transaction-based or asset-based fees directly, to offset the revenue lost from trailing commissions. We do not expect these payments to be any higher than the trailing commissions paid on DIY fund series today – typically 0.25% - which would represent a 75 bps decline from what they would typically pay today.

b. Dealers and investment fund managers

Based on the facts outlined in the previous sections of Part 4, we anticipate that, if we were to discontinue embedded commissions, all industry stakeholders would take the necessary steps to adapt to direct pay arrangements by innovating, segmenting their products and services, and using new technologies, to the extent possible within firm specific resource constraints.

i. Independent investment fund managers

As outlined previously, we expect fund management costs to decline and the share of lower-cost funds and passively managed funds sold in Canada to increase over time. Given that total mutual fund assets have been growing at an average 7.2% per year over the last ten years, we anticipate that a potential increase in the sale of passively managed funds would not necessarily involve a decline in the sale of actively managed funds in Canada nor a decline in the total dollars invested in actively managed funds.

We also estimate that, based on current five year fund alphas, there would be some proportion of actively managed fund assets likely at risk of experiencing redemption pressure. For relatively higher cost active investment fund managers with a large proportion of negative alpha funds and no access to affiliated dealer distribution today, there would likely be more challenges in the event that there is a discontinuation of embedded commissions. These investment fund managers could potentially have fewer options to cross-subsidize across business lines relative to their integrated investment fund manager peers.

We do anticipate, however, that the remaining active investment fund managers are more likely to be high alpha producing firms. For those active investment fund managers that do not pay trailing commissions or pay relatively lower trailing commissions today, it is reasonable to assume that they will have better access to the discount brokerage channel than they do today.¹³⁰ The discontinuation of embedded commissions could also provide high alpha generating independent investment fund managers with a better opportunity to access the IROC channel

¹³⁰ Gail Bebee, “Choosing a discount broker”, *Morningstar Canada*, April 15, 2014

and the independent MFDA channel than is the case today as we anticipate that fund performance would become a more important driver of fund flows resulting in a shift in market share towards these managers.

While we anticipate increased access to lower-cost fund products in the IROC and independent MFDA platforms, we also anticipate that independent investment fund managers will still be at a disadvantage as they may not be able to gain access to those firms with closed, proprietary only, product shelves (predominantly deposit-taker and insurer owned MFDA firms). As an alternative, these investment fund managers may be required to set up a direct to client channel and obtain a dealer registration in order to compete in this space or alternatively, access these investors via a third party online advisory service.

ii. *Independent mutual fund dealers*

We anticipate that independent mutual fund dealers, similar to the situation for investment fund managers, would be required to compete more on their overall level of services and advice in a market that is likely to be transformed significantly by automated solutions and technological change generally over the next few years. Despite the increase in competition, there may be opportunities that arise for these firms as well.

The introduction of more low-cost fund products is likely to allow independent dealers, at least initially, to put pressure on their integrated fund dealer competitors. Representatives at independent firms will be further encouraged to study the product market on behalf of their clients with price and performance in mind which may result in better recommendations and better outcomes for their clients over time. Representatives are also likely to have access to more tools that will allow them to service a wider range of clients than is the case today.¹³¹ It is possible that, similar to the case for independent investment fund managers, these firms could have fewer cross-subsidization options relative to their integrated fund dealer peers.

We anticipate that some independent dealers, if they cannot explain their value proposition, may have trouble maintaining their assets under administration. However, this may already become a trend to a certain degree with the introduction of the annual report on charges and other compensation (CRM2), whether or not embedded commissions are discontinued. Client engagement for the remaining firms will increase as will the service options that can be offered to clients.

There is also a risk that some dealers and representatives that can recommend non-securities products may prioritize their compensation interests over the interests of their clients by

¹³¹ Some established online advisory firms are now offering advisor access to their platforms to help financial advisors better serve small retail investors and reduce the administrative burden related to the administration of smaller accounts. See for example, Tessi Sanci, "Wealthsimple for Advisors readies for launch", *Investment Executive*, May 11, 2016 (<http://www.investmentexecutive.com/-/wealthsimple-for-advisors-readies-for-launch>) and Wealthsimple website (<https://www.wealthsimple.com/advisors>).

inappropriately shifting their clients' assets to non-securities investment products with embedded fees.¹³²

All things being equal, following the discontinuation of embedded commissions, it is expected that dealers will compensate for the loss of revenue from embedded commissions with revenue from direct pay arrangements. It is possible that the discontinuation of embedded commissions may disadvantage small-to-medium sized independent mutual fund dealers relative to full-service IIROC dealers because they rely more heavily on embedded commissions than do IIROC dealers.

As at September 2014, trailing commissions represented approximately 27% of the fee revenue and mutual fund commissions represented 16% of annual commission revenue for full-service IIROC dealers.¹³³ We recognize that this change will represent an important shift in the business model of independent MFDA dealers and, were we to move forward, the method by which we would transition would be key to its success (as outlined in Part 5 of this Consultation Paper).

iii. Integrated financial service providers

We set out below the potential impacts specific to a dealer or an investment fund manager that is part of an integrated financial service provider. The impacts outlined above may also apply to them to a certain degree.

For the asset management arms of integrated financial service providers, we anticipate that new entrants to the market would put pressure on asset management pricing. Integrated investment fund managers would likely need to lower their asset management pricing to compete. They would also likely need to reassess their product pricing and would be encouraged to distribute their low-cost, passively managed fund options. It is important to note however that, given their access to their closed shelf related mutual fund dealer channel, these firms would likely not feel the same pricing and redemption pressure as their independent investment fund manager peers, at least initially.

For integrated dealers that choose to be open shelf, due to the potential introduction of the enhancement to KYP obligations as currently outlined in CSA CP 33-404, representatives may be required to study the market, including the use of non-proprietary funds, on behalf of their

¹³² Such recommendations would however have to be in compliance with the requirements of the regime applicable to non-securities products. If an important shift to non-securities products were to happen, we would assume that the SROs and regulators of non-securities products (including some CSA members) would remain vigilant and take any necessary action in the case of non-compliance. Non-securities regulators are increasingly considering regulatory initiatives in order to ensure a harmonized approach with securities regulators on similar products. See Part 3. Also, with the introduction of POS and CRM2, we continue to monitor the potential for regulatory arbitrage. We note the data in Figure 5 above showing assets and growth rates of mutual funds versus other investment funds does not suggest that regulatory arbitrage is occurring today. This is also borne out when we look at net sales and sales rates for these products and advisor dual licensing.

¹³³ Investor Economics, *Retail Brokerage and Distribution Advisory Service*, Fall 2015 edition.

clients with price and performance in mind which could result in better recommendations and better outcomes over time.

For integrated dealers that choose to offer a closed shelf, as mentioned above, they would not feel the same level of pressure and would, at least initially, still be able to operate mostly as they do today, although as previously mentioned, the cost of the proprietary funds offered may fall. Furthermore, we would anticipate that both the discontinuation of embedded commissions and the potential KYP reforms proposed in CSA CP 33-404 would be unlikely to reverse, and may even increase, the trend toward retaining mid-market and affluent households within the branch network¹³⁴ (rather than referring them to their related party open shelf platforms or private wealth management arms). Integrated firms as a whole would have more options, at least initially, to cross subsidize across both securities and non-securities business lines to maintain market share.

Over time however, it is reasonable to assume that even these firms would feel pricing pressure in their closed shelf distribution channels which may incent these firms to embrace new technologies, adopt new pricing strategies and service offerings and rely less on traditional advice (many are already doing so). Furthermore, the potential entrance of low-cost hybrid online adviser models into Canada would likely put further pressure on the integrated fund distribution model.

Now that we have looked at the potential overall and specific market impacts of the discontinuation of embedded commissions, we discuss how this policy change may address our identified concerns.

4. How does the discontinuation of embedded commissions potentially address some of the CSA's concerns?

Eliminating important inherent conflicts of interest

The discontinuation of embedded commissions would eliminate an important inherent conflict of interest that research has shown misaligns the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors. Our analysis leads us to believe that discontinuing embedded commissions would increase investment fund managers' focus on fund performance and discourage biased recommendations that may prioritize the maximization of compensation over the interest of the investor. The discontinuation of embedded commissions would also eliminate the incentive for representatives to potentially engage in unsuitable leverage strategies (as explained in Appendix A). The discontinuation of embedded commissions is the clearest and most direct way to address these conflicts of interest. In addition, when combined with certain concepts in CSA CP 33-404, if implemented, the representative-client compensation discussion is more likely to result in a compensation arrangement that is more appropriate for the client's situation.

¹³⁴ On the increase in the client wealth "ceiling" within the branch network see, Investor Economics, *Retail Brokerage Report*, Fall 2012, page 10.

The discontinuation of embedded commissions also complements the proposals outlined in CSA CP 33-404. Generally, jurisdictions that have enhanced the advisor's standards and obligations have eliminated embedded commissions at the same time (as outlined in Appendix C) because they have recognized that these payments are one of the main obstacles preventing the advisor from working in the interest of their clients. Research suggests that these payments are a conflict that is very difficult to manage or mitigate, except through avoidance.¹³⁵

Addressing dealer affiliation biases

To a lesser extent, discontinuing embedded commissions may address some dealer affiliation biases directly through the IIROC channel where representatives are paid trailing commissions and indirectly through the mutual fund dealer channel where, despite the focus on proprietary products, asset management fees would need to fall in-line with the rest of the market in order to be competitive on total costs. We recognize that discontinuing embedded commissions does not address all dealer affiliation issues. However the proposals outlined in CSA CP 33-404, if implemented, in conjunction with this proposal may address some conflict issues with respect to internal compensation arrangements at the dealer.¹³⁶

Reducing the number of mutual fund series and the fee complexity that these series create

The fund fee structure has grown increasingly complex due to the growing number of fund series on offer, with each series charging different fees (largely due to differences in dealer compensation). We anticipate that the discontinuation of embedded commissions would significantly simplify the fund fee structure in Canada, facilitate easier product cost and performance comparisons, and incrementally reduce information asymmetry for all market participants (in particular, for retail investors).¹³⁷

Increasing the transparency of dealer compensation costs

We anticipate that eliminating embedded commissions would address fund fee and dealer compensation awareness concerns. Unlike disclosure, which only requires delivery and not understanding, the discontinuation of embedded commissions requires the representative to engage in an in-depth discussion with the client and obtain the client's agreement upfront in order to get paid.¹³⁸ More general compensation disclosure such as when a new product is being introduced to the portfolio (fund facts) or more specific compensation disclosure 12 months after engaging the representative (CRM2) serves many purposes and is important, but research

¹³⁵ Note that Part 6 of this Consultation paper also explores these issues in the context of why existing reforms may not go far enough.

¹³⁶ See CSA CP 33-404, Appendix A.

¹³⁷ See for example, Dan Hallett, "Be wary of unmentioned fees in ads for F-Series funds", *Globe and Mail*, May 30, 2016.

¹³⁸ The outset of the relationship is arguably when the investor has the highest level of bargaining power as a opposed to 12 months after the engagement of the advisor when they receive their cost disclosure statements and the investor may incur switch costs to make a change.

suggests that this may not be as effective as an upfront discussion and agreement regarding compensation.

Better alignment between the costs paid by investors for financial advice and the services provided to clients by dealers and representatives

The discontinuation of embedded commissions, replaced by an upfront discussion and agreement regarding compensation, also addresses the questions regarding what fees are being paid and more importantly, what they are being paid for. As we have seen already with high net worth client relationships, moving to a direct pay model may allow services and pricing to be more easily tailored to the client's needs.¹³⁹

The discontinuation of embedded commissions would incent investment fund managers, dealers and representatives to be clear about, and to better demonstrate, their respective value propositions. It also allows DIY fund investors to forgo advice and the cost of advice.

In addition, after the discontinuation of embedded commissions, the representative-client compensation discussion is more likely to result in a compensation arrangement that is most appropriate for the client's situation. Transition to direct pay arrangements may also help to increase investors' control over dealer compensation costs and the services provided.

Encouraging new lower-cost fund providers to enter the market

The discontinuation of embedded commissions may encourage new low-cost fund providers to enter the market with a range of passive and actively managed funds. These new entrants will likely service retail investors in all wealth segments as they do today in other jurisdictions in which they compete.

Increasing price competition and decreasing fund management costs

It has been well-documented that one of the things new lower-cost entrants bring to the markets that they enter is significant competitive pressure on incumbents to decrease fund management costs over time.¹⁴⁰ We anticipate that their entrance will encourage the manufacturing and distribution of lower-cost funds. We would expect to see a shift in product recommendations to lower-cost and passively managed products, and a shift in the allocation of capital across active investment fund managers that will ultimately benefit investor outcomes.

¹³⁹ Advisors making the switch to fee-based and other direct pay arrangements today are routinely counselled to make sure that they understand and can communicate their value proposition to their clients before making the change. See for example, Ahmad Hathout, "Transition to fees requires support", *Investment Executive*, June 2016.

¹⁴⁰ See for example, "Index we trust", *The Economist*, June 11, 2016.

Questions

Where possible, we strongly encourage commenters to provide data to support responses.

Addressing the issues

12. Based on a consideration of the data and evidence provided in this Part, would a proposal to discontinue embedded commissions address the three key investor protection and market efficiency issues discussed in Part 2?
13. Are there other ways in which the CSA could address these issues that could be introduced in conjunction with, or separate from, the discontinuation of embedded commissions?
14. Are there other conflicts of interest that could emerge following a transition to direct pay arrangements that would not be addressed in the current securities regulation framework?

Change in investor experience and outcomes

15. What effect do you think the removal of embedded commissions will have on investor experience and outcomes? In particular:
 - Will investors receive advice and financial services that are more aligned with the fees they pay?
 - What effect will the proposal have on the growth of automated advice? Is this likely to be beneficial to investors?
 - Is discretionary advice likely to increase in Canada as we have seen in the other markets that have transitioned away from embedded commissions and, if so, would this shift be positive or negative for investors?
 - What effect will the proposal have on the growth of the online/discount brokerage channel and cost of fund products offered in this channel? Is this likely to be beneficial to investors?
 - What effect will the proposal have on the cost and scope of advice provided to specific investor segments?
16. What types of payment arrangements are likely to result if this proposal is adopted? In particular:
 - Would the payment arrangements offered by dealers to investors differ based on investor segment? If so, how and why?
17. Do you think this proposal will lead to an advice gap? In particular:
 - Which segments of the market are likely to be affected? Please consider segmentation by wealth, geography (size and location of community e.g. remote, small, medium, large), age, technological sophistication, the level of fund ownership across households, etc.

- Do you agree with our definition of an advice gap?
- Should we differentiate between an advice gap for face-to-face advice and an advice gap generally?
- What types of advice or services currently provided today would be most affected by the proposal?
- Are there any potential interactions between this proposal, existing reforms such as CRM2 and other potential reforms such as CSA CP 33-404 that may affect the size of any potential advice gap?
- How could a potential advice gap, face-to-face advice gap or financial service gap be mitigated?
- Do you think that online advice could mitigate an advice gap? If so, how?
- Do you think that the significant market share of deposit-taker owned and insurer-owned dealers in fund distribution in Canada will affect the size or likelihood of an advice gap to develop?

Industry change independent of regulatory response to discontinue embedded commissions

18. Given some of the changes we have seen in the industry over the past few years (fee reductions, introduction of DIY series, streamlining of fund series, automatic fee reductions increasing access to fee-based options etc.), what is the likelihood that the fund industry will transition away from embedded commissions without regulatory action? In particular:

- Will the industry continue to transition away from embedded commissions if the CSA does not move forward with the proposal?

19. How accurate is Figure 8 regarding the purchase options available to fund investors by channel, account size and firm type? In particular:

- Do you see payment options and business models evolving at present?
- How are they likely to change over time if the CSA were to choose not to move forward with the proposal?

20. We note that the distribution of fee-based series is still relatively limited in Canada versus other markets. Are there obstacles (structural, operational, regulatory, investor demand, etc.) specific to Canada limiting the use of fee-based series by dealers?

Potential impact on competition and market structure

21. Please describe how discontinuing embedded commissions will affect competition and market structure and whether you agree with the analysis set out in Part 4? In particular:

- Do you think the proposal will have an impact on the level of industry consolidation or integration? What about with respect to the concentration of mass-market investor assets held in investment products managed by deposit-taker owned firms?
- What are the likely impacts on investor outcomes and market efficiency of any potential consolidation?

- What opportunities and what challenges do you think the proposal would introduce for specific industry stakeholder groups?
 - Independent dealers?
 - Independent fund manufacturers?
 - Integrated financial service providers?
 - Mutual fund dealers?
 - IIROC dealers?
 - Online/discount brokers?
 - What is the likelihood and magnitude of regulatory arbitrage across similar financial products such as segregated funds and deposit-taker products?
 - What would be the impact on dually-licensed mutual fund dealers and insurance agents?
 - Will the proposal lead new, lower-cost entrants to the market? Why and how?
 - Does the interaction between this proposal and the proposals set out in CSA CP 33-404 change your responses to the questions above and, if so, how?
 - Will a transition away from embedded commissions reduce fund series and fee complexity, as we have contemplated?
 - Do integrated financial service providers have an advantage in terms of their ability to cross-sell and cross-subsidize across business lines? If so, how?
 - What are the potential effects on competition of the rise in online advice? Are these effects likely to be large and positive?
22. What impact will the proposal have on back office service processes at the investment fund manager or at the fund dealer? In particular:
- Is there any specific operational or technological impact that we should take into consideration?
23. The payment of embedded commissions requires the dealer and the investment fund manager to implement controls and oversight (with associated compliance costs) in order to mitigate the inherent conflicts of interest today.
- Would the transition to direct pay arrangements alleviate the need for some of these controls and oversight?
 - To what extent, if any, does the use of direct pay arrangements by representatives today (e.g. when a representative provides services under a fee-based arrangement) alleviate the need for some of these controls and oversight?
24. Embedded commissions, especially trailing commissions, provide a steady source of revenue for dealers and their representatives. If embedded commissions were discontinued, would dealers be able to compensate for the loss of this revenue with direct pay arrangements?
25. Aside from commission grids and salaries, what other approaches to representative compensation might dealers use if we were to discontinue embedded commissions? How are these approaches likely to change over time?

26. What impact will the proposal have on representatives in the industry? In particular, what impact will the proposal have on the:

- career path;
- attractiveness of the job;
- typical profile of individuals attracted to the career;
- recruitment; and
- relative attractiveness of careers in competing financial service business lines?

PART 5 – MITIGATION MEASURES

The CSA appreciate that a transition to direct pay arrangements would be a significant policy change that would take considerable time to implement and that may have unintended consequences for both investors and fund industry participants. Therefore, to the extent we may decide to move forward with a rule proposal discontinuing embedded commissions, our goal is to proactively identify and incorporate into our rule proposal various mitigation measures as well as transition options that could help alleviate any negative impacts and facilitate a successful transition to direct pay arrangements.

1. Measures to mitigate potential unintended consequences

In response to our Original Consultation Paper, several fund industry stakeholders submitted that the discontinuation of embedded commissions could have unintended consequences for retail investors and the fund industry,¹⁴¹ including:

- a reduction in access to advice for lower-wealth investors due to:
 - substantial changes to dealer business models, and
 - reticence of investors to pay directly for advisory services;
- the elimination of choice in how investors may pay for financial advice; and
- an uneven playing field among competing products and opportunities for regulatory arbitrage.

a. Access to advice:

The data we consider in Part 4 on Canadian fund investors and the institutions that currently serve them suggests that the discontinuation of embedded commissions is not likely to lead to a significant advice gap for lower-wealth investors in Canada. Nevertheless, we recognize that

¹⁴¹ See CSA Staff Notice 81-323 *Status Report on Consultation under CSA Discussion Paper and Request for Comment 81-407 Mutual Fund Fees*, published on December 17, 2013, which provides a summary of the key comments received on the Original Consultation Paper.

such a change may (i) impact dealer business models in a way that may reduce the range and affordability of advice and (ii) affect the behavior of certain investors in a way that may reduce their use of advice.

i. Impact to dealer business models

We recognize that a transition to direct pay arrangements would involve substantial changes in current dealer business models. The transition could have the following potential impacts on dealers, among others:

- dealers may incur potentially costly changes in information technology systems, as well as changes in operational and compliance processes, that may increase the cost to provide advisory services¹⁴²;
- the transition would require dealers and their representatives to communicate with their clients to inform them of, and obtain their agreement to, the direct pay arrangement;
- going forward, dealers would need to collect their compensation directly from their clients on an individual basis, rather than be compensated on a wholesale basis through trailing commissions; this change would impose new administrative processes which may reduce efficiencies and increase costs; and
- overall revenues may be reduced due to the loss of a form of cross-subsidy from high net worth fund investors to lower-wealth fund investors; this change may increase the cost of servicing lower-wealth investors.¹⁴³

We acknowledge that these potential impacts could be magnified for smaller independent dealers. Some dealers may not be able to adequately compensate with direct pay arrangements their loss of revenue stemming from the discontinuation of embedded commissions and the costs associated with the transition. Some dealers and their representatives may decide to refocus their business on high net worth fund investors and/or charge a fee for advisory services that some investors may not be able to afford, thus increasing the potential for certain investors to lose access to advisory services.

We anticipate that some of these impacts could be alleviated to some extent by innovations in technology, including various forms of online advice, which could be used by dealers and their

¹⁴² We note these costs would be in addition to those already incurred in connection with the implementation of POS and CRM2 and the costs associated with the potential implementation of any of the CSA CP 33-404 proposals.

¹⁴³ Industry stakeholders have submitted that lower-wealth investors in a fund benefit financially from the current embedded commission structure because the cost of providing advice and services to lower-wealth investors is subsidized by the higher-wealth investors in the fund who pay more on account of their larger assets under management. It is reasonable to assume that the mandated use of direct pay arrangements would eliminate this pooling of fees from both higher-wealth and lower-wealth investors and cause the price of servicing lower-wealth investors to increase.

representatives to automate part of the advice process.¹⁴⁴ The integration of such technology into the business models of dealers and their representatives could potentially add new capabilities and deliver efficiencies that could make the provision of advisory services to smaller accounts more viable.

We think they could also be alleviated to a certain extent by our proposal, as discussed in Part 3, to allow investment fund managers to facilitate investors' payment of dealer compensation by collecting payments from the investor's fund investment (for e.g. deductions from purchase amounts or periodic withdrawals or redemptions from the investor's account) and remitting them to the dealer on the investor's behalf.¹⁴⁵

ii. Impact to investor use of advice

We recognize there are a number of factors, including behavioral factors, which may influence the decision of investors to use financial advice.¹⁴⁶ For example, the requirement for investors to directly pay for advisory services provided by their representative under direct pay arrangements may affect the behavior of certain investors in a way that may reduce their use of advice. Specifically, some investors may consider direct payments less convenient relative to the current embedded commission model, which may accordingly deter them from seeking advisory services.

We also understand that retail investors' varying levels of financial literacy and lack of frame of reference as to what is a reasonable fee for advisory services may reduce their ability to assess the value of such services or to negotiate a fair fee under direct pay arrangements.

In order to address the risk that some investors may be deterred from using financial advice due to the requirement to pay upfront for their representative's services, we would propose, as discussed in Part 3, to allow investors to pay for their representative's compensation through deductions from their purchase amounts or redemptions from their investment fund holdings that

¹⁴⁴ Some Canadian firms are now offering online advice services designed for use by advisors. See note 131.

¹⁴⁵ We recognize that not all investment fund managers may have the capability to offer this service to dealers. Some investment fund managers may need to implement new systems and processes and may therefore incur additional costs to offer this option.

¹⁴⁶ In their *Financial Advice Market Review: Call for input* (October 2015), <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/famr-cfi.pdf>, the Financial Conduct Authority and HM Treasury identified eight factors preventing people from seeking financial advice. These factors include: 1) the price of advice; 2) the lack of trust investors have toward financial advisory firms; 3) investors' lack of knowledge of their need for financial advice and how to obtain it; 4) investor overconfidence – believing they do not require help in making financial decisions; 5) investors' access to face-to-face advice; 6) the lack of engagement, where investors who are disengaged with financial services are unlikely to seek financial advice; 7) the lack of skills to use new channels such as the internet if available, and 8) the lack of need for financial advice.

would be effected by the investment fund manager and remitted to the dealer on the investor's behalf.¹⁴⁷

A factor which may further mitigate the risk that investors may not want to pay upfront for advice is the extent to which the front-end purchase option – where investors may pay both a direct commission at the time of purchase and an ongoing embedded trailing commission – is currently used by investors in Canada. As discussed in Part 4, assets held under the front end purchase option made up 24% of the market (\$298 billion) at the end of 2015, growing 93% over the previous five years. Investors who make their fund investments under the front-end purchase option may be more sensitized to upfront fees for advice and may accordingly be less affected by a transition to direct pay arrangements.

As for the issue of low financial literacy potentially hindering investors' ability to assess the value of advisory services or to negotiate fair fees for such services, the CSA anticipate continuing to work on investor literacy initiatives to increase investors' awareness of investing costs and empower them to confidently engage in the negotiation of fees with their representative. We also expect that our recent POS and CRM2 reforms (further discussed in Part 6) will improve investors' awareness and understanding of fund and dealer compensation costs in the lead up to any potential rule proposal discontinuing embedded commissions. This improved awareness and understanding in turn should give investors an initial point of reference from which to gauge the appropriateness of advisory fees under direct pay arrangements.

However, industry participants have submitted that a transition to direct pay arrangements would decrease the transparency of dealer compensation costs as investors would not have any benchmark to help them assess the reasonableness of the fees they are paying for advice. As discussed in Appendix B, the CSA considered the option of making certain enhancements to cost disclosure, including providing certain benchmarking information on product and advice costs. However, we identified certain drawbacks to that option which led us to decide not to further pursue it at this time. If we decide to proceed with the discontinuation of embedded commissions, we anticipate further exploring the potential issue of reduced cost transparency.

b. Choice for investors

Several fund industry stakeholders submit that the discontinuation of embedded commissions will eliminate the ability of investors to choose¹⁴⁸ the payment arrangement they prefer and that is most convenient to them, and force all investors to enter into fee-based arrangements under

¹⁴⁷ We recognize that periodic redemptions may trigger tax consequences (i.e. capital gains or losses) for some investors. Investors would need to understand the potential tax consequences of this method of payment before agreeing to it.

¹⁴⁸ Many fund industry stakeholders submit that investors currently have the option of choosing fee-based arrangements by investing in a fee-based series of a fund (for e.g. Series F). In Parts 2 and 4 and Appendix A of this Consultation Paper, we suggest that the fee-based series may not be a true option for all investor segments due to the fact that dealers offering fee-based arrangements typically require a minimum investment amount of \$250,000 or more prior to establishing an account.

which they would have to pay a fee that is based on a percentage of their assets under administration.

We recognize that fee-based arrangements may not be suitable for all investors in all circumstances. Accordingly, as discussed in Part 3, we expect that further to the discontinuation of embedded commissions, dealers and representatives would offer their clients a compensation arrangement that suits their particular investment needs and objectives and reflects the level of service desired. Such compensation arrangements could include commissions on trades, hourly fees, a flat fee, a fee-based arrangement, or other suitable arrangement. We would expect representatives to fully inform their clients of the types of accounts available, and the differences between those accounts, both in terms of service and cost. Our expectation is that investors would have more choice in how they may pay for advisory services further to the discontinuation of embedded commissions, not less.

c. Uneven playing field and regulatory arbitrage

Several fund industry stakeholders submit that to require mutual funds to move away from embedded commissions would create an uneven playing field between mutual funds and competing financial products with embedded commissions, including banking and insurance investment products. As discussed in Part 3, we anticipate that any rule proposal we might undertake would discontinue embedded commissions for all types of investment funds and similar products that are governed by securities regulation. The rule proposal would capture not only conventional mutual funds, but also ETFs, non-redeemable investment funds, and structured notes, whether sold under a prospectus or in the exempt market. Accordingly, this would assure a level playing field amongst investment fund and fund-like products that the CSA regulates.

We recognize the potential for regulatory arbitrage in banking and insurance products, and as discussed in Part 3, the CCIR does as well. It is examining potential gaps in the regulatory framework for segregated funds and assessing the risk of regulatory arbitrage by dually-licensed insurance agents and has indicated an intention to act proactively to amend regulation where appropriate to address this risk. The CSA plans to continue to liaise with other regulators to discuss the risk of dealers and representatives prioritizing their compensation interests over the interests of their clients by inappropriately shifting their clients' assets to other investment products with embedded fees.

Questions

27. How practicable are the mitigation measures discussed and how effective would these measures be at assuring:
- access to advice for investors,
 - choice of payment arrangements for all investor segments, and
 - a level playing field amongst competing investment products?
28. What other measures should the CSA consider to mitigate the above unintended consequences?

29. Other than the potential impacts we have identified in Part 4, what other potential unintended consequences, including operational impacts and tax consequences, may arise for fund industry stakeholders and investors further to the discontinuation of embedded commissions? In particular:
- a. Would there be a negative tax impact to investors associated with their payment of dealer compensation under direct pay arrangements? In particular, would the investor's payment of dealer compensation through periodic fund redemptions facilitated by the investment fund manager attract tax consequences? Please explain.
 - b. To the extent a transition to direct pay arrangements results in the rationalization of fund series, could this rationalization attract negative tax consequences for investors?
 - c. What, if any, measures, regulatory or otherwise, could assist in mitigating potential operational and tax impacts?
30. With respect to the loss of a form of cross-subsidy from high net worth investors to lower-wealth investors in a fund further to a transition to direct pay arrangements,
- a. to what extent (please quantify where possible) would the loss of this cross-subsidy increase the cost of providing advice and services to lower-wealth fund investors under direct pay arrangements?;
 - b. does the existence of this form of cross-subsidy suggest that high net worth fund investors may be indirectly paying fees that are not aligned with the services they are receiving (i.e. do the fees they pay exceed the actual cost of the services and advice they receive?); and
 - c. what measures may mitigate the potential effects on dealers, representatives and investors from the loss of the cross-subsidy?
31. What measures could fund industry participants proactively take to mitigate the unintended consequences that may stem from the discontinuation of embedded commissions?

2. *Transition options*

We recognize that a transition to direct pay arrangements would require fund industry participants to adopt new business models that would likely entail the use of new systems and the adoption of new processes that would take a significant amount of time to set up and implement. We also recognize that this change would have important implications for investors, and that it would be essential for fund industry participants, including investment fund managers, dealers and representatives, to successfully manage their clients' experience during a transition.

Therefore, to the extent we may decide to move forward with a rule proposal discontinuing embedded commissions, we wish to identify potential transition options that could mitigate possible negative business and client impacts that may result throughout a transition.

With the foregoing in mind, we are currently considering a number of alternative measures that could be used to assist in promoting a successful transition while minimizing any resulting negative impacts. However, before we decide to implement any particular transition option, we want to ensure we have a full understanding of, and carefully consider, each option's potential impacts and consequences.

The following provides a brief discussion of some potential transition options we could consider. We seek your feedback on these options and any other possible options.

Option 1: Transition to direct pay arrangements within a defined transition period

One potential option could be to discontinue all embedded commission payments within a certain time period (the **Transition Date**) after the effective date of any final rule implementing such a transition (the **Effective Date**). For greater certainty, such payments would include trailing commissions and other ongoing service fees paid to dealers by an investment fund, investment fund manager or structured note issuer, and internal transfer payments from affiliates to dealers within integrated financial service providers which are directly tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note. The sale of investment funds by means of DSC purchase options would also cease upon the Transition Date.

Under this option, existing redemption schedules set by DSC purchase options (including those entered into before the Effective Date) could either be maintained after the Transition Date until the redemption schedule is completed (i.e. redemption fees could continue to be charged until the schedule expires in its normal course), or discontinued contemporaneously with all other payments at the Transition Date.

In our view, to successfully achieve a transition to direct pay arrangements, dealers would need sufficient time to design and implement direct pay arrangements, and representatives would need to meet with their clients to explain the upcoming changes and their associated impact.

Likewise, investment fund managers and structured note issuers would need sufficient time to modify affected areas of their business. For instance, we anticipate that issuers will likely rationalize the number of purchase options or series options offered for their investment fund products as a result of a transition to direct pay arrangements. Disclosure documentation will also need to be revised to account for changes that may result from the transition (for example, to account for the specific fees that may apply following the transition periods, or to account for any change in the number of purchase and series options).

Investment fund managers, structured note issuers, dealers and representatives would also need time to make necessary system, compliance, procedural and process changes needed to implement the potential transition. Issuers and dealers will also need time to coordinate and cooperate to successfully manage the associated client impact resulting from the transition (for

example, to move clients from one series of a fund to another to the extent certain series are no longer offered).

Given what we understand will need to be completed by investment fund managers, structured note issuers, dealers and representatives, we recognize that it will be imperative to provide sufficient time to all affected parties to ensure a successful transition. In this regard, we suggest that a Transition Date of 36 months after the Effective Date could provide sufficient time to complete all required transition steps. We are open to other transition periods and encourage stakeholders to specifically comment on this point.

Option 2: Transition to direct pay arrangements by account

An alternate option could be to transition to direct pay arrangements in phases, by phasing in a dealers' account base over multiple periods. This approach would require dealers to transition a certain percentage of accounts by a certain date, a further percentage by a later date, and so on until all accounts have fully transitioned.

Similar to option 1, existing redemption schedules set by DSC and low-load purchase options (including those entered into before the transition) could either be maintained until the redemption schedule is completed (i.e. redemption fees could continue to be charged until the schedule expires in its normal course), or discontinued contemporaneously with all other payments at the Transition Date. Consistent with option 1, we anticipate that if the Transition Date were 36 months after the Effective Date, it could provide sufficient time to transition to the final percentage of accounts, but are open to other transition periods and encourage stakeholders to specifically comment on this point.

We recognize that there may be some logistical and practical constraints in transitioning to direct pay arrangements via a phased-in approach. For example, it may be difficult to coordinate tailored disclosure for investment products with the various time points, and it may also be difficult for issuers to rationalize their series and purchase options. We are therefore interested in your feedback on these potential approaches.

Questions

32. For each transition option, please tell us how your business (investment fund manager or dealer) would have to operationally change or restructure in terms of systems and processes and the related cost implications. Where possible, please provide data on the estimated costs.

- Are there unique costs or challenges to specific businesses?
- What transition period would be appropriate?
- Should existing redemption schedules for DSC and low-load purchase options be maintained until the redemption schedule is completed, or discontinued at the Transition Date?

33. Which transition option would you prefer? Why? Are there alternative transition options that we should consider?

34. As discussed in Appendix B, the CSA did not retain the option of capping embedded commissions, either as a stand-alone solution to the key issues discussed in Part 2 or as an interim step toward an eventual discontinuation of embedded commissions. Should the CSA further consider using a fee cap as a transition measure? Why?

PART 6 – RELATED REGULATORY INITIATIVES AND EXISTING TOOLS

In this part, we consider the extent to which related CSA initiatives and existing regulatory tools may help address the market efficiency and investor protection issues we identified in Part 2. The initiatives and tools discussed below include:

1. The POS and the Client Relationship Model (**CRM**) disclosure requirements and enhancements;
2. Compliance review initiatives; and
3. The proposals under CSA CP 33-404.

1. Discussion of Point of Sale & CRM

Overview of POS and CRM reforms

Over the last several years, the CSA have through the POS and CRM reforms, enhanced the disclosure of fund fees and dealer compensation provided to investors at the point of sale, at account opening, and in the account performance reporting process. The POS and CRM reforms aim to improve investors' awareness and understanding of the initial and ongoing costs associated with their investment, including their dealer's compensation, in order to enable them to:

- make a more informed investment decision at the time of the initial sale; and
- assess the cost of the services their dealer and representative provides over the course of the registrant-client relationship.

The fee disclosure enhancements under the POS and CRM reforms are briefly summarized below.

i. Point of Sale

The POS reforms introduced the four page fund facts disclosure document that, as at June 13, 2014, has replaced the lengthier simplified prospectus as the document that dealers are required to send or deliver to investors in connection with a trade in a conventional mutual fund. As at

May 30, 2016, the fund facts is required to be delivered to the investor 'pre-trade'; that is, before the dealer accepts an instruction from the purchaser for the purchase of the security.

The fund facts aims to improve fee transparency by disclosing, in summary form, the costs of buying, owning, and selling conventional mutual fund securities. The costs disclosed include:

- the sales charges that an investor may pay at the time of purchase and any deferred sales charges that an investor may pay if the securities are redeemed within a specified period after purchase, each expressed in percentages and in dollars based on a \$1,000 investment;
- the commission, expressed on a percentage basis, that the investment fund manager pays to the dealer for purchases made under the DSC option;
- the range of the trailing commissions paid by the investment fund manager to the dealer for each purchase option, expressed both in percentages and in dollars based on a \$1,000 investment; and
- the management expense ratio, trading expense ratio, and fund expenses, expressed in percentages. The fund expenses are also expressed in dollars based on a \$1,000 investment.

To alert investors to the conflict of interest created by embedded compensation such as trailing commissions, the foregoing cost disclosure is required to be prefaced by a statement that "higher commissions can influence representatives to recommend one investment over another". The disclosure also includes a general description of what trailing commissions pay for.

While the fund facts document currently only applies to conventional mutual fund securities, the CSA will, at the time of publication of this Consultation paper, have published final rules introducing a similar summary disclosure document for exchange traded funds, called "ETF Facts".

ii. CRM

The CRM reforms, which have been implemented in phases over the last several years, introduced new requirements in a number of areas related to a client's relationship with a registrant. The first phase of CRM introduced relationship disclosure information delivered to clients at account opening (by explaining, for example, the types of products and services provided by the registrant), and comprehensive conflicts of interest requirements. CRM2 introduced new disclosure requirements relating to investment performance at the account level and the commissions and other amounts paid to dealers. A particular objective of this second phase was to increase mutual fund investor's awareness of trailing commissions paid to dealers. CRM2 was not intended to address product costs. Generally, the CRM reforms apply broadly to all types of securities held by a client.

As a result of the CRM reforms, at account opening, clients are now provided with more fulsome information on charges, including transaction charges, which they may expect to pay in

connection with their investment. Where the investment is in mutual funds, for example, the information should include:

- the management fee paid by the fund;
- the initial sales charge and DSC options available to the client (along with an explanation of how such charges work); and
- any trailing commissions or other embedded fees paid in connection with the investment.

Following a transaction, clients are provided with a trade confirmation that includes disclosure of each transaction charge, deferred sales charge or other charge applying to a transaction, and the total amount of all charges. Thereafter, on an annual basis, the report on charges and other compensation now provides a summary of all charges incurred by the client and all compensation received by the dealer that relates to each account the client holds with the dealer, including:

- the total dollar amount of each type of transaction charge related to the purchase or sale of securities paid by the client during the period covered by the report, and the total amount of those charges;
- the total dollar amount of each type of payment, other than a trailing commission, that is made to the dealer or any of its representatives by a securities issuer or another registrant (e.g. an investment fund manager) in relation to registerable services to the client – this amount captures upfront commissions that investment fund managers pay to dealers for sales made under DSC arrangements; and
- the total dollar amount of trailing commission received by the dealer in connection with securities held in the client's account, accompanied by a statement advising the client that the trailing commission is paid by investment fund managers, that its amount varies depending on the purchase option selected, and that these fees affect the client because they reduce the amount of the fund's returns.

The client's annual investment performance report for each account held with the dealer also includes the following information to better enable the client to evaluate how their investments have performed:

- a detailed breakdown of all deposits into and withdrawals out of the account;
- the change in market value of the account (in dollars); and
- the annualized total percentage return of the account for the previous year, as well as the previous three, five, and ten years.

How POS and CRM may address the identified issues

The CSA will monitor the impact of the POS and CRM.¹⁴⁹ While we expect it will be a number of years before these impacts may be fully evaluated, generally, we expect the reforms to appreciably improve investors' awareness and understanding of mutual fund costs and performance, and make them more informed consumers of investment fund products and advice services. We anticipate that these improvements will partially address the key issues we have identified.

The following discussion provides further analysis for each of the key issues:

- Issue 1 – Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors

We anticipate that the enhanced disclosure required at the time of sale (by the POS reforms), at account opening and annually thereafter (by the CRM reforms) will lead to increased transparency of fund costs and dealer compensation. The increased transparency should better enable investors to compare the costs of investing in one mutual fund over another, which should equip investors with better tools to manage the impact of fund costs on their returns.

The introduction of account performance reporting coupled with the heightened transparency of fund costs and dealer compensation (and in particular trailing commissions) may also cause investors to question the services that their representatives provide and allow investors to better assess the true costs and value of the services they receive. This awareness in turn may, over time, lead to changes in the consistency and level of services provided by dealers and representatives to investors, and the selection of lower-cost funds and, possibly, better performing funds. To the extent this occurs, we anticipate that investment fund managers may respond to dealers' different product demands by producing lower-cost funds and focusing more on performance, thus potentially increasing competition and market efficiency. The investment fund manager response may be further shaped by the extent to which the POS and CRM reforms may cause clients to also question the cost of the investment fund manager.

Overall, these potential positive effects of enhanced disclosure on the registrant-client relationship and investment fund manager behavior may combat some of the harms resulting from Issue 1. However, we believe disclosure alone may fall short of fully addressing the inherent conflicts of interest under Issue 1 for the reasons below:

- i. The research we have reviewed (see Part 2 and Appendix A) suggests that, as long as product embedded commissions continue to be permitted,
 - a. the compensation bias in such commissions may continue to incent dealers and their representatives to recommend to investors products that give priority to

¹⁴⁹ The CSA recently began a multi-year research project to measure the impacts of CRM2 and POS on investors and the industry. The research will measure outcomes related to investor knowledge, attitude and behavior, registrant practices, and fund fees and product offerings. It will cover activity from 2016 through 2019 and is expected to be completed in 2021.

maximizing revenue over the interests of clients – potentially impairing investor outcomes and market efficiency; and

- b. investment fund managers will continue to be incented to compete for sales on the basis of the compensation they pay dealers, reducing the likelihood that they will compete on the basis of performance and skill – potentially disadvantaging skilled fund managers who do not pay higher than standard trailing commissions or who do not pay any trailing commissions. As discussed in Part 2, this incentive can drive up fund costs overall and limit the availability of low-cost and passively managed funds, thus impairing competition and market efficiency;
- ii. Research has shown that disclosure alone may not be an effective remedy at addressing conflicts of interest in an advisor-client relationship. Specifically, research suggests that advisors provide more biased advice when a conflict of interest is disclosed than when it is not, and that advisees may not sufficiently discount the advice to counteract the increased bias.¹⁵⁰ Further research also suggests that disclosure of a conflict of interest can have unintended, perverse effects such as advisees being more likely to follow conflicted advice.¹⁵¹ To the extent such effects occur in the advisor-client relationship as a result of the disclosure, advice and decision making may be suboptimal leading to poor investor outcomes and decreased market efficiency; and
 - iii. Investors' high level of trust and reliance on their advisors for investment decisions may cause them to not thoroughly review disclosure documents and reports, and thus limit the benefits to be derived from disclosure. For example, a recent study conducted by the British Columbia Securities Commission (BCSC) found that, among other things, 89% of respondents described their existing level of trust in their investment representative as strong or very strong. This trust led some clients to place less importance on reading their account statements because they were confident that their representative was taking care of their investments.¹⁵² Similarly, a recent survey conducted by the CSA shows that investors' primary source of investment information is their advisors, with 43% of investors classified as exclusively relying on their advisor.¹⁵³ To the extent that clients do not rely on disclosure for their investment decisions, the resulting benefits of the disclosure may be limited as they may not be fully informed with respect to all account

¹⁵⁰ Daylain M. Cain, George Loewenstein and Don A. Moore, "The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest", *The Journal of Legal Studies*, Vol. 34, No. 1 (January 2005), pp. 1-25, <http://www.arts.uwaterloo.ca/~dkoehler/ACC784/CainLoewensteinMoore2006.pdf>.

¹⁵¹ Sunita Sah, "The Paradox of Disclosure", *The New York Times*, July 8, 2016, http://nytimes.com/2016/07/10/opinion/sunday/the-paradox-of-disclosure.html?_r=0.

¹⁵² BC Securities Commission, National Smarter Investor Study, Public Opinion Research (November 2015), <https://investright.org/wp-content/uploads/2016/09/Smarter-Investor-Study-FULL-REPORT-1.pdf>.

¹⁵³ The CSA Investor Education Study 2016, https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/About/csa_investor-education-study.pdf.

fees and performance, and may not fully or effectively question or assess the services provided.

➤ Issue 2 – Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs

As discussed in connection with Issue 1 above, the enhanced and more prominent disclosure of fund fees, including embedded dealer compensation, should increase an investor's awareness and understanding of such costs and better equip them to manage the impact of those costs on their investment returns.

However, to the extent dealer compensation continues to be paid out of fund management fees, we think the POS and CRM reforms may only partially address Issue 2 for the reasons below:

- i. The fund fee structure will remain relatively complex which, as discussed in Part 2, may continue to impede investors' understanding of dealer compensation costs and fund fees;
- ii. Investment fund managers will continue to determine the compensation paid to the dealer without any direct involvement of the client. This current arrangement limits a client's engagement in the dealer compensation process and consequently limits their awareness and control over that compensation.

Discontinuing embedded commissions would remove the investment fund manager from the dealer compensation process and enable the direct involvement of the client with their representative over the compensation paid. This involvement in turn may lead to greater fee awareness, as well as create opportunities for a client to negotiate, and have greater control over, the ultimate compensation paid.

➤ Issue 3 – Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors

As noted in Issue 1 above, the increased performance reporting coupled with the increased saliency of fund costs and dealer compensation should cause investors to question the services provided by their representative. To the extent that investors respond to fund fee disclosure under CRM2 by either questioning the overall level of services and advice they are receiving from their representative or switching to lower-cost alternatives, we would expect the representative to respond by demonstrating their value proposition and reviewing the level of services provided. To the extent this change occurs, these disclosure reforms may improve the alignment between the embedded dealer compensation paid and the services provided to investors and therefore assist in addressing Issue 3. Nevertheless, embedded commissions will remain a "one-size-fits-all" fee that may not align well with the services and advice actually provided to individual investors in accordance with their specific needs, expectations and preferences. This misalignment in turn may cause some investors to pay more fees than necessary relative to the services received, thus impeding investment returns.

2. Discussion of Compliance Review Initiatives

Overview of the compliance review initiatives

Some CSA members are completing various compliance review initiatives on sales incentives that may give rise to conflicts of interest when distributing investment funds. In certain cases, the compliance initiatives are also being coordinated with the MFDA and IIROC.

While some reviews are completed and others are ongoing, the reviews include an examination of, among other things, practices that are designed to influence the selection of investment funds for distribution by a representative to clients. For example, in early 2016, the Ontario Securities Commission (OSC) completed a focused review of mutual fund sponsored conferences organized and presented by investment fund managers to assess compliance with Regulation 81-105. The OSC and the Autorité des marchés financiers (AMF) have also issued a survey requesting information from a sample of investment fund managers relating to management fee discounts that are based on total assets held by a dealer.

How the compliance review initiatives may address the identified issues

The CSA will monitor the results of the compliance reviews to determine the full extent to which the review addresses each of the market efficiency and investor protection issues identified. While the full effect of the reviews remains to be determined, the CSA do not at this time anticipate that the initiatives will, on their own, materially address the identified key issues.

The following discussion provides further analysis for each of the key issues:

- Issue 1 – Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors

The CSA expect that the reviews may reduce the incidence of inappropriate practices designed to drive sales. To the extent inappropriate practices designed to drive sales are reduced, the CSA anticipate a reduced incentive for products to be recommended on the basis of inducements received by the representative – potentially leading to a shift in recommendations from funds that were inappropriately favored to those that may be more suitable for an investor. If these funds are better performing funds, the shift in recommendations may reward better performing investment fund managers with an increase in market share, which should in turn lead to greater competition in the marketplace and efficiency in general (as investment fund managers would face increasing pressure to compete on the basis of performance, and not on incentives they offer to dealers).

Given the foregoing, the CSA expect that the review may partially assist in addressing Issue 1. However, we do not anticipate that the review will fully address Issue 1 primarily because the payment of trailing commissions and other forms of embedded compensation will continue to be permitted. As a result, the conflicts of interest facing dealers and representatives will continue to be present, which may continue to encourage investment recommendations that may impair investor outcomes. Additionally, the continued presence of embedded commissions will not address the conflicts that exist at the investment fund manager level, maintaining the potential for underperformance and higher-costs overall.

- Issue 2 – Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs

The CSA do not expect the outcomes of the review to address Issue 2. As this initiative will be focused on incentives provided to dealers and representatives and is not disclosure or client focused, it is not expected to increase investors' overall awareness, understanding and control of dealer compensation costs and fund fees. Additionally, we do not anticipate the review having any impact on reducing the complexity of the mutual fund fee structure or on the industry generally.

- Issue 3 – Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors

The CSA also do not expect the outcomes of the review to address Issue 3. Similar to Issue 2, as this initiative will be focused on incentives provided to dealers and representatives and is not disclosure or client focused, there are no aspects of this review that are expected to directly increase the alignment between embedded commissions and services provided to fund investors.

3. Discussion of the proposals to enhance the obligations of advisers, dealers and representatives toward their clients outlined in CSA Consultation Paper 33-404

Overview of CSA Consultation Paper 33-404

On April 28, 2016, the CSA published CSA CP 33-404 seeking comment on proposed regulatory action aimed at enhancing the obligations and duties of advisers, dealers, and representatives toward their clients. The proposals, which are in response to issues the CSA identified in the client-registrant relationship, include measures to:

- better align the interests of registrants to the interests of their clients;
- clarify the nature of the client-registrant relationship; and
- improve outcomes for clients.

The concept proposals outlined in CSA CP 33-404 introduce a number of targeted reforms to *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* that include, among others, proposals to strengthen the regulation of conflicts of interest, the know-your-client (**KYC**) and KYP requirements, the suitability obligation, proficiency of representatives, and the use of titles.

For example, with respect to the regulation of conflicts of interest, dealers and representatives would be required to respond to each identified material conflict of interest in a manner that prioritizes the interests of the client ahead of their own. Moreover, any disclosure given to a client about a conflict of interest would need to be prominent, specific, and clear. Importantly, the disclosure should be meaningful to the client to allow the client to fully understand the conflict, including the implications and consequences of the conflict for the client. CSA CP 33-404 states that disclosure alone is a generally inadequate mitigation mechanism because of its

limited impact on a client's decision-making process.¹⁵⁴ That consultation paper also provides guidance on specific conflict of interest situations related to compensation practices.

The KYC process would also be improved to ensure it results in a thorough understanding of the client, and as a result would require a representative to gather more client-centered information relating to the client's investment needs and objectives, financial circumstances, and risk profile.

Amendments to the KYP process would explicitly require representatives to have sufficient knowledge of a product, together with the KYC analysis, to support a proper suitability analysis. Ultimately, this process would require representatives to thoroughly consider, among other things, the product strategies, features, costs and risks of each security on the firm's product list. Moreover, representatives would be required to understand and consider how a product being recommended compares to other products and how the recommendation would fit within the client's account and overall strategy.

Dealers would be required to identify whether they have a proprietary or mixed/non-proprietary product shelf. Dealers with a mixed shelf would be required to undertake a fair and unbiased market investigation of a reasonable universe of products to satisfy themselves they have a range of products that are most likely to meet the investment needs and objectives of its clients based on its client profiles.

The suitability analysis would also be reinforced to ensure that recommendations satisfy the following three broad elements: basic financial suitability, investment strategy suitability, and product selection suitability. Of note, the product selection suitability determination would need to take into account the impact on the performance of the product of any compensation paid to the registrant by the client or a third party in relation to the product.

The proposals would also introduce new requirements aimed at increased proficiency for representatives, including increased proficiency of how product costs and investment strategies (such as active and passive) can impact investment outcomes for clients.

In addition to the targeted reforms discussed above, all of the CSA jurisdictions other than the BCSC are consulting on a regulatory best interest standard, accompanied by guidance, that would form both an over-arching standard and governing principle against which all other client-related obligations would be interpreted. Generally, a regulatory best interest standard would require that a registered dealer and its representatives deal fairly, honestly, and in good faith with its clients and act in its clients' best interests. Several CSA members have expressed strong reservations relating to the adoption of a regulatory best interest standard.

If the potential reforms outlined in CSA CP 33-404 are implemented, they would cover a broad spectrum of obligations for registrants and apply to all advisers, dealers and representatives, including those who are members of IIROC and the MFDA. Ultimately, these potential reforms are intended to work together to improve the overall client-registrant relationship.

¹⁵⁴ See CSA CP 33-404, Appendix A.

How the CSA CP 33-404 proposals may address the identified issues

It is important to note that the concept proposals discussed in CSA CP 33-404 are not specifically designed to address the key investor protection and market efficiency issues identified in this Consultation Paper. The CSA will however monitor the development of those proposals over the consultation process and continue to evaluate the extent to which they may address our key issues. We consider that the potential reforms discussed in CSA CP 33-404 may, to the extent they are adopted in their current form, better align the interests of registrants with the interests of their clients, clarify the nature of the client-registrant relationship and improve outcomes for investors overall. The CSA expect that these potential reforms may assist in addressing, to a partial extent, the investor protection and market efficiency issues we have identified in this Consultation Paper.

The following discussion provides further analysis for each of the key issues:

- Issue 1 – Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors

The CSA anticipate that the potential reforms discussed in CSA CP 33-404 would, if implemented, lead to better conflict of interest management that may, in turn, assist in mitigating the conflict of interest that embedded commissions raise for dealers and representatives. We are of this view for several reasons, including because representatives would be required to respond to conflicts of interest in a manner that prioritizes the interests of the client ahead of their own. With respect to dealer compensation, for example, dealers would need to assess whether any remuneration could reasonably be expected to inappropriately influence how representatives interact with their clients. To the extent that the compensation gives rise to a conflict, firms would need to ensure that there are adequate controls and oversight in place to mitigate the conflict. Importantly, if the conflict cannot be managed, it must be avoided.

We are also of the view that the CSA CP 33-404 proposals would lead to better conflict of interest management because dealers and representatives would specifically be required to consider the impact of their compensation on performance as part of the suitability analysis. To the extent a product is recommended because it benefits the dealer or representative, but there is another equally suitable product on the dealer's product list that would be less costly for the client, such recommendation would not comply with the suitability obligation or the dealer's general duties to their client.

As a result of the foregoing, the CSA anticipate that tied forms of compensation may play less of a role in product recommendations. Combined with the enhancements to KYC, KYP, suitability, and proficiency, the CSA anticipate that representatives' recommendations may shift to more suitable products that may be lower-cost and, possibly, better performing products. To the extent that the CSA CP 33-404 proposals result in shifts in product recommendations toward lower-cost and better performing products, we anticipate that those proposals may also have an indirect effect over time on investment fund managers as they may respond to these shifts by producing lower-cost funds and placing a greater emphasis on performance. This shift would potentially reward better performing investment fund managers with increased market share, thereby improving competition and market efficiency.

Given the apparent benefits of the foregoing, the CSA expect that the concept proposals outlined in CSA CP 33-404 (if adopted in its current form), in combination with the POS and CRM reforms as well as the compliance review initiatives, may address Issue 1. For the following reasons, we are nevertheless considering whether discontinuing embedded commissions may also be necessary.

Firstly, the proposals were not developed to address the conflict that embedded commissions raise at the investment fund manager level. As a result, the anticipated positive effects of the proposals on investment fund manager behavior (i.e. production of lower-cost funds and increased focus on performance), as well as the consequential positive effects on competition and market efficiency, are dependent on the effect the proposals have on representatives' recommendations. While the extent to which representatives' recommendations would shift remains to be determined, there are certain aspects of the proposals that may lessen its ultimate impact on investment fund manager behavior, competition and market efficiency generally.

Until such time as dealer recommendations shift to the degree necessary to trigger change at the investment fund manager level (if at all), investment fund managers may continue to be incented to rely more on the payment of embedded commissions rather than on skill to sell their products and gain market share. As discussed in Part 2 above, the payment of embedded commissions can reduce a manager's focus on performance and lead to underperformance.

Secondly, the payment of embedded commissions is not addressed under CSA CP 33-404. Embedded commissions may continue to create a barrier to entry that may reduce the likelihood of lower-cost providers entering the market. As discussed in Part 4, the entrance of lower-cost providers may place competitive pressure on fund costs and encourage the manufacturing and distribution of lower-cost funds. Embedded commissions may also dampen the extent to which independent investment fund managers are able to access the IIROC and independent mutual fund dealer distribution channels. Taken together, these effects may limit price competition and market efficiency.

Finally, in our view, a potential discontinuation of embedded commissions may complement the concepts outlined in CSA CP 33-404. We are of this view because a discontinuation may remove the conflict of interest that embedded commissions raise for dealers, representatives and investment fund managers and may better align their interests with those of investors.

➤ Issue 2 – Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs

CSA CP 33-404 was not designed to address Issue 2. While transparency of fees may increase to the extent embedded dealer compensation arrangements are disclosed as part of the conflict of interest mitigation process, investment fund managers would still continue to determine the compensation paid to dealers without any direct involvement of the client. The lack of direct client involvement in the dealer compensation process may limit fee awareness, as well as the level of control a client has over the compensation ultimately paid to their dealer and their representative for the services provided. Moreover, the presence of embedded compensation may continue to make the fee structure more complex, which may continue to inhibit investors' understanding of such costs.

- Issue 3 – Embedded commissions paid generally do not align with the services provided to investors

CSA CP 33-404 was also not designed to address Issue 3. The CSA expect that the enhancements to KYC, KYP, suitability, and proficiency requirements, along with improved conflict of interest mitigation, may encourage the provision of advice and services to investors that better meet their needs and objectives. However, embedded commissions will still remain a “one-size-fits-all” fee that may not align well with the services and advice actually provided to individual investors in accordance with their specific needs, expectations and preferences. This misalignment may cause some investors to pay more fees than necessary relative to the services received, thus impeding investment returns.

Questions

35. Please explain whether you think each of the initiatives discussed above will, either alone or in combination:
- address the three investor protection and market efficiency issues and their sub-issues identified in Part 2; and
 - address or not address any additional harms or issues that you have identified.
36. Are there alternative options or measures, whether regulatory or market-led, that could successfully address the three investor protection and market efficiency issues and their sub-issues identified in Part 2. If so, please explain.

PART 7 – COMMENT PROCESS AND NEXT STEPS

The issues addressed in this Consultation Paper are important ones which affect all participants in the Canadian capital markets. Due to the broad impact of the policy option discussed in this Consultation Paper, the contribution of stakeholders is important. We invite all interested parties to make written submissions.

Some CSA jurisdictions will hold in-person consultations in 2017 to facilitate additional feedback and further our consideration of the issues discussed in this Consultation Paper. The details of any in-person consultations will be announced.

Once we have considered the feedback received through the written comment process and any in-person consultations, we will decide on the appropriate policy response, if any, communicate our policy direction and propose any necessary rule changes to implement the policy. Any rule proposal would be published for comment in accordance with the regular rule-making process.

Please submit your comments in writing on or before **June 9, 2017**. You may provide written comments in hard copy or electronic form. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

Certain CSA regulators require publication of the written comments received during the comment period. We will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), the Ontario Securities Commission (www.osc.gov.on.ca), and the Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Please address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 Financial and Consumer Services Commission, New Brunswick
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Superintendent of Securities, Northwest Territories
 Superintendent of Securities, Yukon
 Superintendent of Securities, Nunavut

Deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA regulators.

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

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 Fax: 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Questions

If you have any comments or questions, please contact any of the CSA staff listed below :

Mathieu Simard
Senior Advisor, Investment Funds
Autorité des marchés financiers
Tel: 514-395-0337, ext. 4471
Toll-free: 1-800-525-0337, ext. 4471
mathieu.simard@lautorite.qc.ca

Kathryn Anthistle
Senior Legal Counsel
Legal Services, Capital Markets Regulation
British Columbia Securities Commission
Tel: 604-899-6536
kanthistle@bcsc.bc.ca

Wayne Bridgeman
Deputy Director, Corporate Finance
The Manitoba Securities Commission
Tel: 204-945-4905
wayne.bridgeman@gov.mb.ca

Melody Chen
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Tel: 604-899-6530
mchen@bcsc.bc.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Tel: 604-899-6690
ghungerford@bcsc.bc.ca

Heather Kuchuran
Senior Securities Analyst
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
Tel: 306-787-1009
heather.kuchuran@gov.sk.ca

Hugo Lacroix
Senior Director, Investment Funds
Autorité des marchés financiers
Tel: 514-395-0337, ext. 4461
Toll-free: 1-800-525-0337, ext. 4461
hugo.lacroix@lautorite.qc.ca

Chantal Mainville
Senior Legal Counsel
Investment Funds and Structured Products
Ontario Securities Commission
Tel: 416-593-8168
cmainville@osc.gov.on.ca

Danielle Mayhew
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Tel: 403-592-3059
danielle.mayhew@asc.ca

John Mountain
Director
Investment Funds and Structured Products
Ontario Securities Commission
Tel: 416-593-3360
jmountain@osc.gov.on.ca

Andrew Papini
Legal Counsel
Investment Funds and Structured Products
Ontario Securities Commission
Tel: 416-263-7652
apapini@osc.gov.on.ca

Dennis Yanchus
Senior Economist
Strategy and Operations – Economic Analysis
Ontario Securities Commission
Tel: 416-593-8095
dyanchus@osc.gov.on.ca

APPENDIX A
EVIDENCE OF HARM TO INVESTOR PROTECTION AND MARKET EFFICIENCY
FROM EMBEDDED COMMISSIONS

Issue 1: Embedded commissions raise conflicts of interest that misalign the interests of investment fund managers, dealers and representatives with those of investors

i. Embedded commissions can reduce the investment fund manager's focus on fund performance, which can lead to underperformance

Trailing commissions and DSC arrangements may influence fund flows and negatively impact fund performance:

*Research by Douglas Cumming et al*¹⁵⁵, examining whether sales and trailing commissions influence fund sales and using fund level data provided by Canadian investment fund managers, finds that trailing commissions insulate the investment fund manager by reducing flow sensitivity to past performance, evidencing the misalignment of interests associated with embedded commissions. Key findings from the research included:

- All flows, with the exception of flows originating from affiliated dealers of the investment fund manager, are sensitive¹⁵⁶ to past performance. Funds that outperform receive more sales, while funds that underperform receive less sales;
- The sensitivity of fund sales to past performance is considerably reduced when:
 - a. investment fund managers pay embedded commissions to dealers/representatives – the greater the payment, the greater the level of net flows that is indifferent to past portfolio manager skill (i.e. alpha). At a 1% trailing commission – the amount typically paid by front end equity/balanced funds and funds-of-funds in Canada today – the investment fund manager could expect inflows to increase by 0.3% of assets per month or 3.7% per year, regardless of past performance. Similarly, a 1.5% trailing commission was found to increase the average monthly flows by 0.45% of assets under management each month or 5.4% per year regardless of past performance. On the converse, the research found that fund flows for mutual fund series that do not pay embedded commissions (fee-based series) are more sensitive to past performance; and
 - b. investors are invested under the DSC option. Investments under that option

¹⁵⁵ Douglas Cumming et al., supra, note 3.

¹⁵⁶ 'Sensitivity' is referring to the relationship between past risk-adjusted outperformance and future fund flows after controlling for all other product specific factors (e.g. fund type, risk classification, series type, etc.) that may provide a reason for investors and their dealers/representatives to select the product.

show the lowest sensitivity to past performance out of all purchase options, which reflects the impact of the redemption fee on investor behavior; it may deter investors from redeeming even in the face of consistently poor performance.

- The payment of trailing commissions impacts the relationship between performance and fund sales such that, for any increase (decrease) in performance, inflows (outflows) are 15% less than what they would be in the absence of trailing commissions.
- Reduced sensitivity to past performance also impacts future fund performance and this result applies to funds that pay embedded commissions, funds sold under DSC arrangements and funds that receive affiliated dealer flows. For example, an increase in trailing commissions and sales commissions under the DSC by 1% is indirectly associated with a reduction in future outperformance before fees by 1.4% and 0.6% respectively, relative to the average monthly performance. This finding potentially suggests that investment fund managers who pay trailing commissions to dealers, understanding that outperformance may not be rewarded with additional inflows, may have a tendency to cease trying to outperform.

Consistent with the Cumming et al. research, a study by Susan Christoffersen et al.¹⁵⁷ which examined fund flows between 1993 and 2009 among U.S. mutual funds with loads or revenue-sharing found that higher payments to fund brokers lead to higher inflows and that net returns are approximately 50 basis points lower for every 100 basis points of loads.

In contrast to the above research, a study by Investor Economics for the Investment Funds Institute of Canada¹⁵⁸ argues that no single factor can satisfactorily explain the volume of mutual fund sales and redemptions into a specific fund at a given point in time. Rather, their study asserts that the flow activity in and out of Canadian mutual funds reflects the interplay of more than 40 factors, of which they argue the following three to be the most relevant:

- i. macro-economic and demographic factors;
- ii. individual fund investment return characteristics; and
- iii. preferred access to distribution, via either direct affiliation or strategic alliance.

¹⁵⁷ Susan Kerr Christoffersen, Richard B. Evans and David K. Musto, "What do Consumers' Fund Flows Maximize? Evidence from Their Brokers' Incentives", *The Journal of Finance*, Vol. 68, Issue 1, (February 2013), pp. 201-235, available on SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1393289.

¹⁵⁸ Investor Economics, *Analysis of Factors Influencing Sales, Retention and Redemptions of Mutual Fund Units*, September 2015 Study for The Investment Funds Institute of Canada, <https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2015/12/Investor-Economics-Analysis-of-Factors-Influencing-Fund-Flows-September-2015.pdf/12353/>

Funds that pay commission tend to underperform those that do not:

The *Mutual Fund Fees Research by the Brondesbury Group*¹⁵⁹, evaluating the extent to which the use of fee-based versus commission-based compensation changes the nature of advice and impacts investment outcomes, while not finding evidence that fee-based arrangements produce better outcomes for investors, finds conclusive evidence that commission-based compensation creates problems that must be addressed. They find, among other things, that funds that pay a commission (sales loads and trailing commissions) underperform those that do not, whether looking at raw, risk-adjusted or after-fee returns.

A study by Jonathan Reuter¹⁶⁰ similarly finds evidence that the payment of dealer compensation impairs fund performance. Specifically, this study finds over a 10-year period that when actively managed non-specialized U.S. equity mutual funds are sold through brokers, they underperform similar actively managed funds sold directly to investors (i.e. sold without the intermediation of a dealer) by an average of 0.65% on a risk-adjusted basis. When performing the comparison without 12b-1 fees (i.e. the U.S. form of trailing commissions), the average 10-year return for direct-sold funds held a 0.42% point advantage over broker-sold funds, using a value-weighted comparison.

Embedded commissions may increase flow volatility and decrease gross returns:

A study by the Office of Economic Analysis of the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)¹⁶¹ that empirically tests the benefits to fund shareholders of 12b-1 fees (i.e. the U.S. equivalent of trailing commissions) finds no apparent benefits accruing from such payments to fund unitholders. Overall, while funds with 12b-1 fees attract higher flows and accordingly grow faster than funds without them¹⁶², they appear to increase flow volatility¹⁶³ and decrease gross returns. The SEC notes that the results of the research highlight the conflict of interest that 12b-1 plans create – investment fund managers use fund unitholder money to pay for asset growth from which the investment fund manager is the primary beneficiary through the collection of higher fees and the unitholders are not

¹⁵⁹ The Brondesbury Group, supra, note 3.

¹⁶⁰ Jonathan Reuter, Boston College - Department of Finance, National Bureau of Economic Research (NBER), "Revisiting the Performance of Broker-Sold Mutual Funds", November 2, 2015, available on SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685375.

¹⁶¹ Lori Walsh, SEC Office of Economic Analysis, *The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns*, April 26, 2004, <https://www.sec.gov/rules/proposed/s70904/lwalsh042604.pdf>.

¹⁶² Ibid, at page 10, the SEC Office of Economic Analysis states: "[F]unds with 12b-1 plans obtain significantly higher annual net flows than do funds without 12b-1 plans. Fund portfolios with a weighted-average 12b-1 fee of 0.34% had 4% higher flows than similar non-12b-1 funds. This is significant considering that the average net flow is 8% annually. Funds with 12b-1 fees thus have grown more quickly than funds with no 12b-1 fund fees."

¹⁶³ 'Flow volatility' means the volatility of fund purchase and redemption flows which may increase liquidity costs.

obtaining the benefits they should from the payments of 12b-1 fees.

ii. Embedded commissions can encourage dealers and representatives to make biased investment recommendations which may negatively affect investor outcomes

Commissions encourage biased representative recommendations:

The *research by Douglas Cumming et al*¹⁶⁴ referenced above showed that a rise in trailing commissions reduces the sensitivity of fund flows to past risk adjusted performance (i.e. portfolio manager skill), suggesting that these payments bias dealers/representatives toward funds that pay higher trailing commissions, and away from funds that do not pay industry standard trailing commission rates, regardless of their performance;

The *study by Susan Christoffersen et al*¹⁶⁵ referenced above found that higher payments to U.S. fund brokers led to higher inflows, suggesting that brokers' recommendations are biased by the payments they receive;

A *study by Daniel Bergstresser et al*¹⁶⁶ examining broker-sold and direct-sold funds in the U.S. from 1996 to 2004 found "that flows in broker-sold funds are positively related to distribution fees, suggesting that sales in the broker sector might reflect broker compensation incentives.";

The *Mutual Fund Fees Research by the Brondesbury Group*¹⁶⁷, referenced above found that:

- higher embedded commissions drive mutual fund sales;
- financial advisor recommendations are sometimes biased in favour of higher commission generating products; and
- commissions affect the effort made by financial advisors to overcome investor behavioral biases, including biases that may lead to sub-optimal returns;

A *study by John Chalmers and Jonathan Reuter*¹⁶⁸ studying the impact of financial advisors

¹⁶⁴ Douglas Cumming et al. supra, note 3.

¹⁶⁵ Susan Kerr Christoffersen et al, supra, note 157.

¹⁶⁶ Daniel Bergstresser, John Chalmers and Peter Tufano, "Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry," *Review of Financial Studies*, Vol. 22, (2009), pp. 4129-4156, at p.4131, <https://pdfs.semanticscholar.org/192b/4d9cde7f484200b037ffbdadabef1b90b800.pdf>.

¹⁶⁷ The Brondesbury Group, supra, note 3.

¹⁶⁸ John Chalmers and Jonathan Reuter, "What is the Impact of Financial Advisors on Retirement Portfolio Choices and Outcomes?", NBER Working Series/Working Paper 18158, (09 June 2012), https://www2.bc.edu/jonathan-reuter/research/NBER_WP18158.pdf.

on the retirement portfolios of a large sample of U.S. public college and university employees finds empirical evidence that commissions, rather than the suitability of financial products, drive sales. Chalmers and Reuter conclude in their analysis that “funds paying higher broker fees receive economically and statistically significantly higher retirement contributions from broker clients. Our evidence that broker incentives influence broker recommendations highlights the agency conflict that can arise when financially unsophisticated investors seek advice from intermediaries.”¹⁶⁹

A study by Sendhil Mullainathan *et al*¹⁷⁰, using an audit methodology where trained auditors met with U.S. retail commission-based financial advisors and presented different types of portfolios, examined whether advisors reinforce investor biases that help further the advisor’s own economic interests. The study found that financial advisors fail to de-bias their clients and often reinforce biases that are in the advisor’s interests. Financial advisors encourage returns-chasing behavior and push for actively managed funds that have higher fees, even if the client starts with a well-diversified low-fee portfolio. The researchers state that “[t]he evidence suggests that most of the interaction is driven by the need to generate fees rather than to respond to the client’s rebalancing needs.”¹⁷¹

Embedded commissions incent unsuitable use of DSC arrangements:

In addition to embedded trailing commissions, there is evidence that embedded commissions paid by investment fund managers to dealers/representatives on sales made under the DSC option can similarly incent unsuitable recommendations. A recent *MFDA compliance review* completed in December 2015¹⁷² uncovered instances of the inappropriate use of the DSC option. The MFDA examined the use of that option, particularly with senior clients, and dealers’ supervision, suitability assessment, and disclosure practices in this area. The review covered 12 firms of various sizes with assets totalling \$140 billion (30% of all mutual fund dealers) and employing 24,650 approved persons (30% of all approved persons).

The review uncovered several problematic practices, including:

- clients over age 70 that were sold funds under DSC arrangements;
- clients who were sold funds with DSC redemption schedules that are longer than their investment time horizon; and
- evidence of poor disclosure of the redemption fees at certain firms and poor

¹⁶⁹ Ibid, page 4.

¹⁷⁰ Sendhil Mullainathan, Markus Noeth and Antoinette Schoar, “The Market for Financial Advice: An Audit Study”, NBER Working Paper 17929, (2012) <http://www.nber.org/papers/w17929>.

¹⁷¹ Ibid p. 16.

¹⁷² MFDA Bulletin #0670-C, *2015 DSC Sweep Report*, December 18, 2015.

suitability assessment and supervision of sales under the DSC option.

In a recent *MFDA Review of Compensation, Incentives and Conflicts of Interests*, the MFDA identified compensation and incentive practices that increased the risk of mis-selling funds under the DSC option.¹⁷³

Further analysis of *MFDA enforcement files* show that the DSC option can attract dealers/representatives promoting unsuitable leverage strategies on their clients or churning the client accounts.¹⁷⁴ Recommendations that clients borrow to invest in funds on a DSC basis enable the dealer and their representative to increase the total compensation they can earn from the investment. Specifically, they may receive a referral fee from the financial institution in connection with their client's loan in addition to the 5% upfront commission (plus the ongoing trailing commission) they may receive from the investment fund manager on the purchase transaction.

The *Inspections Branch of the AMF* also issued a compliance notice in July 2015 that reported that the AMF found some important risks of non-compliance with the KYC rules among mutual fund dealers in Québec. In particular, certain dealers' compliance systems permitted the sale of funds with DSC redemption schedules to investors with short investment horizons.

These findings suggest that the DSC option remains an attractive option for dealers and their representatives because it offers a guaranteed initial commission of up to 5% of the purchase amount (paid by the investment fund manager rather than the investor), plus the ongoing trailing commission.

The DSC option may have a significant impact for the investor, being the redemption fee payable on investments that are redeemed within a certain number of years of purchase (typically up to 6 years from the date of purchase) where an investor wishes to redeem its investment from the firm. This penalty, which aims to discourage redemptions in order to preserve assets under management, has progressively reduced the popularity of the DSC option with investors.

Recent market data suggests that the use of the DSC option in Canada remains in stark contrast to its very limited use in other jurisdictions. As at the end of 2015, 19% of the Canadian fund assets totalling \$234 billion were held in DSC options.¹⁷⁵ The latest data from

¹⁷³ MFDA Bulletin #0705-C, *Review of Compensation, Incentives and Conflicts of Interest*, December 15, 2016.

¹⁷⁴ See for example, the cases against Enzo DeVuono, George William Popovich, Michael Darrell Harvey, Tony Siu Fai Tong, Jacqueline De Backer, Carmine Paul Mazzotta and David John Ireland.

¹⁷⁵ Investor Economics, *Insight Monthly Update*, May 2016. The 19% figure includes DSC (14.4%) and low load (5.1%).

the U.S. and Europe shows that less than 1% of assets in each jurisdiction are invested under the DSC option (0.71% for the U.S. and 0.49% for Europe).¹⁷⁶

We note that an important Canadian group of mutual funds has announced that it will discontinue the DSC purchase option effective January 1, 2017.¹⁷⁷

Conflicted advice may negatively affect investor outcomes:

A study by the Executive Office of the President of the United States¹⁷⁸ examined the evidence on the cost of conflicted investment advice and its effects on Americans' retirement savings. It found that conflicted advice leads to lower investment returns. Savers receiving conflicted advice earn returns roughly 1 percentage point lower each year (for example, conflicted advice reduces what would be a 6 percent return to a 5 percent return).

A similar study by John Chalmers et al¹⁷⁹ examined whether conflicted advice yielded better investment outcomes than no advice. Researchers examined account-level data for participants in a defined contribution plan over time, allowing them to compare the portfolios of advised and non-advised clients with similar attributes over time and to compare advisor recommendations against a simple default option – a target date fund¹⁸⁰. They found that:

- investors that used the services of a broker earned annual after-fee returns that were 2.98% lower than they would have earned investing in a target date fund - offering similar levels of risk;
- brokers are significantly more likely to place their clients in funds that pay them higher fees.

¹⁷⁶ U.S. – Morningstar Direct Non-Institutional B Shares with minimum investment below \$25,000 USD at February 2016; Europe – Morningstar Direct Non-Institutional series Open-End and SICAV with minimum investment below 25,000 (base currency) at February 2016.

¹⁷⁷ Investors Group website: <https://www.investorsgroup.com/en/media-releases/deferred-sales-charge-purchase-option-to-be-discontinued>.

¹⁷⁸ Executive Office of the President of the United States, “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings” (2015), https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf.

¹⁷⁹ John Chalmers and Jonathan Reuter, “Is Conflicted Advice Better than No Advice?”, NBER Working Paper 18158, (2012), <http://www.nber.org/papers/w18158>.

¹⁸⁰ A “target date fund”, also known as a “lifecycle fund”, is designed to provide a simple pre-packaged investment solution through a portfolio whose asset allocation mix becomes more conservative as the target date (usually retirement) approaches. These funds relieve the dealer and their representative from performing any asset allocation and rebalancing for the investor as this occurs automatically within the fund’s portfolio as time progresses and the investor nears the target date.

In Canada, a study by Stephen Foerster *et al.*¹⁸¹ analyzing the value of advice by tracking account level data from three mutual fund dealers covering 581,044 investors and 5,920 representatives over a 14 year period reached similar results. Researchers found that:

- representatives encourage increased risk taking among their clients, allocating as much as 30% more to higher risk mutual funds (with higher fees/dealer compensation) than non-advised clients. The higher expected return (i.e. the equity risk premium) that should be generated as a result of greater risk taking is completely nullified by the higher costs borne by clients in high fee mutual funds. For the average investor, it is the representative and mutual funds who capture all of the additional returns from the increased risk taking;
- variation in client attributes tended not to result in a variation in client portfolios. Client portfolios tend to resemble the representative's own portfolio over time, independent of their clients' risk preferences and stage in the life cycle. Investor characteristics including risk tolerance and point in the lifecycle explain only 13% of the variation in risky share across clients; and
- the costs of advice are economically significant given the lack of customization. The average advisor generated a yearly negative alpha of -3.34%, reflecting the average fees borne by the clients each year (nearly 2.7% on average) and the underperformance of the advised portfolio on a before-fees basis, compared to using low-cost passive index funds. Investors' net underperformance therefore equals (or exceeds) the fees that they pay.

Foerster *et al.* concludes that for the average investor, "investment advice alone does not justify the fees paid to advisors".¹⁸²

Finally, a study by Daniel Bergstresser *et al.*¹⁸³ sought to measure the benefits that advised investors enjoy in exchange for the distribution costs they pay. Their research, which studied "broker-sold" and "direct-sold" funds from 1996 to 2004 in the U.S. market, failed to find that brokers deliver substantial tangible benefits. In comparison to investors in direct-sold funds, they found that clients of brokers, on average, purchase funds that deliver lower risk-adjusted returns (on a pre-distribution fee basis) and pay substantial distribution charges, and that the broker channel displays no obvious asset allocation skills that help their investors time the market.

¹⁸¹ Stephen Foerster, Juhani Linnainmaa, Brian Melzer and Alessandro Previtero, "Retail Financial Advice: Does One Size Fit All?", NBER Working Paper 20712, (2014), <http://www.nber.org/papers/w20712>.

¹⁸² *Ibid*, at page.27.

¹⁸³ Daniel Bergstresser *et. al.*, *supra*, note 166.

iii. *Embedded commissions encourage high fund costs and inhibit competition by creating a barrier to entry*

Certain research finds that price formation in retail financial markets runs counter to classic microeconomic theory telling us that more competition leads to lower prices. This research suggests that the prevalence in Canada of mutual funds with higher fees is largely due to financial product providers relying on intermediaries to distribute their product and paying them incentives to promote their collective profit maximization aims. The pursuit of these mutual goals serves to entrench higher fee arrangements and to curb the growth of less costly alternatives.

Commissions tend to drive up retail prices for financial service products:

A *paper by Mark Armstrong* on the economics of consumer protection states that commissions drive up retail prices for financial service products. The increase in price is “due to competition between firms to offer high sales commissions to have their product promoted, which artificially inflates the marginal cost of selling a product”.¹⁸⁴

Intermediaries are incented to promote high fee arrangements:

Research by Kathryn Judge examining the influence of intermediaries in financial markets finds that the continued prevalence of higher-cost institutional arrangements despite the presence of more efficient alternatives is due to the influence of intermediaries that use positional and informational advantages to promote self-serving high-fee arrangements in order to maximize their revenue. She also finds that intermediary influence has a distorting effect on the allocation of capital as it may cause certain firms to receive more capital than may be warranted. Her research also shows that the intermediary’s influence helps to explain an array of observable trends such as the growth and increasing complexity of the financial sector.¹⁸⁵

¹⁸⁴ Mark Armstrong, “Economic Models of Consumer Protection Policies”, MPRA/Paper No.34773 (16 November 2011), p.14, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/34773/1/MPRA_paper_34773.pdf. At pages 15 and 16, Armstrong goes on to state:

“This section has described a model where firms attempt to influence a salesman’s marketing efforts by means of per-sale commission payments. The salesman gives prominence to the product which pays the highest commission, and in equilibrium this entails steering uninformed consumers toward the more expensive products. Competition between sellers to set the highest commission means that the marginal cost of supply is inflated and equilibrium retail prices are high. Therefore, the outcome for consumers, both informed and uninformed, is poor: worse than the situation without commission payments where the uninformed shop randomly, and far worse than the situation in which consumers pay directly for advice. This model therefore gives some support to consumer policies which restrict the use of commission payments as a marketing tactic.”

¹⁸⁵ Kathryn Judge, “Intermediary Influence”, *University of Chicago Law Review*, Vol. 82, Issue 2, Article 1, (2015), pp. 573-642, <http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5853&context=uclev>. At page 629, Judge states:

Pricing complexity and incentive contracts tend to maintain high prices in retail financial markets, even as more firms enter:

Research by Bruce Ian Carlin examining pricing in retail financial markets finds that, despite the large number of firms in the market, prices remain above marginal cost and may even rise as more firms enter. He finds that these anomalies arise when product providers (i) add complexity to their price structures which affects consumer literacy about prices, thereby preserving market power and corporate profits, and (ii) align themselves with the advice channel and sign incentive contracts that are mutually profitable. These incentive contracts make it more profitable for the advice channel to hold back information from consumers and preserve industry profits.¹⁸⁶

The findings from the above research may offer an explanation for why the embedded dealer compensation model remains predominant in Canada, despite the availability of alternatives, and why high fund fees continue to persist in Canada.

Mutual fund fees in Canada are consistently among the highest in the world:

The persistence of high fund fees in Canada has been observed by a number of research studies published over the last 13 years which, when comparing mutual fund ownership costs globally, consistently conclude that Canadian mutual fund fees are among the highest in the world.¹⁸⁷

“Intermediary influence may also distort the allocation of capital in systematic ways. When intermediaries earn greater fees from particular types of transactions, they tend to use their influence to favor that transaction type. The greater the influence an intermediary enjoys, the greater the resultant distortion in the mix of transactions actually consummated, that is, the greater the fee effects. Thus, when intermediary influence results in institutional arrangements that make parties more reliant on a particular type of intermediary, greater fee effects generally result. And, when certain firm types or sectors of the economy receive capital through pathways that are particularly profitable for financial intermediaries, greater fee effects result in greater capital being allocated to those firms and sectors than is socially optimal. At the extreme, asset bubbles can result. A closely related effect is that when firms or sectors are funded in ways that are less profitable for intermediaries, those firms or sectors may receive less capital than is socially optimal.”

¹⁸⁶ Bruce Ian Carlin, “Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets” (December 4, 2006). Available on SSRN: <http://ssrn.com/abstract=949349>.

¹⁸⁷ Examples of such studies include: B.N. Alpert et al., “Morningstar Global Fund Investor Experience Study (June 2015)”; B.N. Alpert et al., “Morningstar Global Fund Investor Experience”, 2013 Report; B.N. Alpert et al., “Morningstar Global Fund Investor Experience 2011” (March 2011); J. Rekenhaller et. al., “Morningstar Global Fund Investor Experience 2009 (May 2009)”; A. Khorana et al., “Mutual Fund Fees Around the World” (July 23, 2007); and K. Ruckman, “Expense Ratios of North American Mutual Funds”, *Canadian Journal of Economics* (February 2003) p. 192-223.

In response to these studies, a *study by Investor Economics and Strategic Insight for The Investment Fund Institute of Canada*¹⁸⁸ proposed an analytical framework¹⁸⁹ to enable comparisons of the total cost of mutual fund ownership by mutual fund investors in the United States and Canada as well as other countries. The framework identifies and highlights the impact of structural differences between the U.S. and Canadian mutual fund industries, including differences in taxation of management fees, economies of scale in mutual fund distribution and investment management, and the manner in which advisory fees are charged, as being among the factors that combine to explain the differences in the level of the cost of ownership of funds in the two countries and make it difficult to make detailed comparisons between the two jurisdictions. Beyond these differences, the study suggests that the cost of ownership of funds in advised relationships in Canada – both commissions and fee-based – is at a comparable level to the average cost of ownership incurred by a typical fee-based investor in the U.S. On a tax-adjusted basis, through the elimination of the impact of Canadian taxes on management fees, the asset-weighted cost of ownership in Canadian advice channels is estimated to be 2.02% of invested assets compared to the level of approximately 2% in the U.S.

According to recent *Investor Economics* data, the average asset-weighted fund industry MER for long term funds has fallen from 2.01% in 2004 down to 1.95% in 2015.¹⁹⁰ Management fee reductions by several investment fund managers are responsible for the bulk of the six basis point MER decline during this period.

Low availability of low-cost passively-managed index funds in Canada:

Passively-managed index mutual funds in Canada typically:

- bear a substantially *lower management fee* – usually no more than 0.50% compared

¹⁸⁸ Investor Economics and Strategic Insight, “Monitoring Trends in Mutual Fund Cost of Ownership and Expense Ratios, A Canada – U.S. Perspective”, November 2012, a study for The Investment Funds Institute of Canada. This study was subsequently updated in: Investor Economics and Strategic Insight, “Monitoring Trends in Mutual Fund Cost of Ownership and Expense Ratios: A Canada – U.S. Perspective, 2015 Update”, May 2015 Update to the 2012 study by Investor Economics and Strategic Insight For The Investment Funds Institute of Canada.

¹⁸⁹ These findings are based on the assumption that investment choices (i.e. the usage of actively managed mutual funds) remain the same whether the advisor uses a fee-based or commission-based arrangement and reflect the fact that large low-cost fund providers in the U.S. were not included in the cost comparisons. The total cost of ownership in the U.S. would otherwise be lower if this assumption was relaxed and if the sample were changed. In addition, as highlighted by Investor Economics at page 17 of their separate report on the Canadian fund market (Investor Economics, *Mutual Fund MERs and Cost to Customer in Canada: Measurement, Trends and Changing Perspectives*, September 2012), the total cost of ownership in Canada would be lower if the switch to fee-based compensation led to higher usage of ETFs and index funds.

¹⁹⁰ Investor Economics, *Investor Economics Insight*, July 2016. Investor Economics looks at the average asset-weighted fund industry MER for long term funds which excludes money market funds, funds with performance fees, funds with management fees charged at the account level and labor-sponsored funds.

to the more typical 1.5 to 2% charged on actively managed equity funds; and

- pay a substantially *lower trailing commission* to dealers – usually between 0.10% and 0.25%, compared to the more typical 1% trailing commission paid on actively managed equity funds.

The lower cost of passively managed index mutual funds suggests that these funds are substantially less profitable for both investment fund managers and dealers, which in turn reduces the incentive to manufacture and distribute these lower-cost products.¹⁹¹

At June 2015, low-cost passively-managed mutual funds (excluding ETFs) in Canada made up only 1.5% of mutual fund total assets under management - a level that has remained essentially unchanged over the last 10 years - while the remaining 98.5% of mutual fund assets is actively managed. By comparison, passively-managed mutual funds comprise 15.3% of the U.S. market and 11.2% of the U.K. market.¹⁹²

The low availability of low-cost passively managed mutual funds persists in Canada despite the volume of research finding that most actively-managed funds generally tend to not perform sufficiently well to justify their higher fees¹⁹³ and tend to underperform their passive counterparts on a net of fees basis.¹⁹⁴

¹⁹¹ Morningstar Canada discusses the reasons why index funds have not grown in popularity in Canada. See C. Davis, “Why hasn’t indexing taken root in Canada”, *Morningstar Canada*, November 23, 2016.

¹⁹² Source: Based on data from Investor Economics and internal OSC analysis.

¹⁹³ Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns”, *Journal of Finance*, Vol. 65, (2010), pp. 1915-1947 (at p. 1916 finding that the evidence regarding the value of actively managed funds is “disheartening”. They find “that few active funds produce benchmark adjusted expected returns that cover their costs,” indicating that “if many managers have sufficient skill to cover costs, they are hidden by the mass of managers with insufficient skill.”); Mark Carhart, “On Persistence in Mutual Fund Performance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, (1997) pp. 57-82 (at p.80 finding that “[a]lthough the top decile mutual funds earn back their investment costs, most funds underperform by about the magnitude of their investment expenses. The bottom-decile funds, however, underperform by about twice their reported investment costs.”); Martin J. Gruber, “Another puzzle: The growth of actively managed mutual funds”, *Journal of Finance*, Vol. 51, (1996), pp. 783-810 (at page 789 finding that actively managed “mutual funds underperform an appropriately weighted average of the indices by about 65 basis points per year” because even though “active management adds value, . . . mutual funds charge the investors more than the value added”). We note however certain research finding that some actively managed mutual funds perform sufficiently well to justify the associated fees, but such funds are the minority and they do not perform sufficiently well to justify the average actively managed fund. For example, Malcolm Baker et al., “Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence from Their Trades Prior to Earnings Announcements”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, (2010) pp. 1111-1131, (at p. 1119 finding that “the average mutual fund . . . does not appear to possess stock picking ability,” but that some funds do outperform the market); Robert Kosowski et al., “Can Mutual Fund “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from the Bootstrap Analysis”, *Journal of Finance*, Vol. 61, (2006), pp. 2551-2595 (at p. 2553 finding that “while most funds cannot compensate for their expenses and trade costs, a subgroup of funds exhibit stock-picking skills that more than compensate for such costs”).

A similar trend may generally be observed with ETFs. Most Canadian ETFs are passively managed (86.2%) and typically do not pay embedded commissions.¹⁹⁵ Most ETFs bear lower management fees – 88.3% of Canadian ETFs pay management fees of less than 0.75%. However, ETF assets under management have increased significantly over the last few years. As at June 2016, ETFs made up 7.3% of investment fund total assets under management. By comparison, ETFs represented a total of 11.6% of the U.S. investment company total assets.¹⁹⁶

Countries with low levels of index funds may experience poor price competition:

A recent *study by Martijn Cremers et al*¹⁹⁷ suggests that countries with low levels of explicitly indexed funds (i.e. passive index tracking investment funds that are advertised as such) experience poor price competition and thus higher fees. The study examined the relation between indexing and active management in the mutual fund industry worldwide. They found that actively managed funds are more active and charge lower fees when they face competitive pressure from low-cost explicitly indexed funds. Moreover, the average

¹⁹⁴ Morningstar Canada Research, “Have Active Canadian Equity Fund Managers Earned Their Keep?”, May 7, 2015 (finding that fund fees gobble up most of Canadian equity funds’ excess returns: Just 18% of funds in the category outperformed the passive alternative on a net-of-fees basis over the 10-year period); Morningstar Manager Research, “Morningstar’s Active/Passive Barometer: A new yardstick for an old debate”, June 2015 (finding that U.S. actively managed funds have generally underperformed their passive counterparts, especially over longer time horizons and experienced mortality rates (i.e. many merged or closed). In addition, the report finds that failure tended to be positively correlated with fees (i.e. higher cost funds were more likely to underperform or be shuttered or merged away and lower-cost funds were likelier to survive and enjoyed greater odds of success) and that fees matter as they are one of the only reliable predictors of success.); Vanguard Research by Christopher B. Philips et al., “The Case for Index-Fund investing for Canadian Investors”, April 2015 (finding that low-cost index funds have displayed a greater probability of outperforming higher-cost actively managed funds, even though index funds generally underperform their targeted benchmarks); Richard A. Ferri and Alex C. Benke, “A Case for Index Fund Portfolios: Investors holding only index funds have a better chance for success”, June 2013 (finding that diversified portfolios of index funds consistently outperform portfolios of actively managed funds – specifically, when comparing a ten-fund index fund portfolio to a portfolio consisting of ten randomly selected actively managed funds using identical asset class categories and weightings, the ten-fund index fund portfolio beat actively managed portfolios 90% of the time over a 10 year period running from 2003 to 2012).

¹⁹⁵ There are currently 93 ETFs that offer advisor class shares for which the investment fund manager will pay an ongoing commission (usually called “service fee”) to the dealers. These ETFs represent less than 1% of Canadian ETF assets under management.

¹⁹⁶ Based on data from Investor Economics and the 2016 Investment Company Fact Book, 56th edition, Investment Company Institute, https://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf.

¹⁹⁷ Martijn Cremers, Miguel A. Ferreira, Pedro P. Matos and Laura T. Starks, “Indexing and Active Fund Management: International Evidence”, *Journal of Financial Economics, Forthcoming*; Darden Business School Working Paper No. 2558724, (February 1, 2015). Available on SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2558724.

alpha generated by active management is higher in countries with more explicit indexing and lower in countries with more closet indexing.¹⁹⁸ Overall, the evidence from the study suggests that explicit indexing improves competition in the mutual fund industry. Canada was found to have low levels of explicit indexing with explicit indexing ETFs and mutual funds collectively making up only 7% of the market.

‘Direct-to-client’ funds may have difficulty competing on an equal basis in Canada:

Lower-cost mutual funds that are sold under the ‘direct-to-client’ model¹⁹⁹ (i.e. without the intermediation of a third party dealer) and that do not pay any dealer compensation make up only 2.8% of assets under management in Canada. Assets in the ‘direct-to-client’ channel have remained flat, with no increase in market share over the last several years.²⁰⁰ The investment fund managers of these funds must rely strictly on the performance and attributes of their product to attract sales rather than the payment of compensation to dealers.

New low-cost providers may have difficulty entering the Canadian market:

The slow growth of the ‘direct-to-client’ model in Canada may have discouraged new low-cost providers from entering the market in Canada. Specifically, when Vanguard, one of the largest U.S. ‘direct-to-client’ mutual fund and ETF manufacturers, entered the Canadian fund market in 2011, it did so with its ETFs only, and not with its ‘no trailing commission’ mutual funds that are widely distributed in the U.S. Vanguard Investments Canada stated that the barrier to entry in Canada was the requirement to pay for distribution.²⁰¹ This

¹⁹⁸ “closet indexing” refers to an investment fund that purports to be actively managed but actually follows more or less a benchmark index.

¹⁹⁹ There exist only a handful of Canadian fund companies that sell directly to the public. In those cases, the investment fund manager or a related party is registered as a mutual fund dealer and sells its funds directly to the public.

²⁰⁰ Source: Investor Economics (various surveys).

²⁰¹ See transcript of OSC Roundtable Re Discussion Paper and Request for Comment 81-407 Mutual Fund Fees (June 7, 2013), supra, note 2, at p.98 - Question from Commissioner Deborah Leckman to Atul Tiwari, Managing Director/Head of Canada for Vanguard Investments:

“COMMISSIONER LECKMAN: So I have a final question for Atul, and then maybe there will be some more questions from either the panelists or from the audience. You came into Canada and chose only to use ETFs. What was the business reason you chose not to offer your conventional mutual funds that don’t pay trailers in Canada?”

MR. TIWARI: Good question. Well, Vanguard actually looked at coming into Canada for well over 20 years; I’m told this was the seventh business plan that had been put together. We are a pretty prudent and deliberate organization, to say the least. The original barriers all had to do with paying for distribution. Again, Vanguard doesn’t pay for distribution. So when you look at the structure of the market in Canada, it would be a tough slog to kind of come in and have a business proposition that’s based around trying to sell mutual funds without a trailer.”

statement suggests that the payment of trailing commissions may essentially be the 'price of admission' to the Canadian market and that low-cost investment fund providers that do not pay any or low trailing commissions may not be able to access major fund distribution channels. This barrier to entry inhibits effective price competition in our market.

Issue 2: Embedded commissions limit investor awareness, understanding and control of dealer compensation costs

i. The lack of saliency of embedded commissions reduces investors' awareness of dealer compensation costs

Investors tend to understand 'visible' fees the most:

A report by the Brondesbury Group on performance reporting and cost disclosure²⁰² found that:

- The fees that investors understand the most appear to be those that are most visible, such as transaction-based commissions and account fees, which were understood by two-thirds of investors who participated in the study;
- only 4 out of 10 respondents indicated they understood DSCs;
- only one-third of respondents indicated they understood trailing commissions; and
- only half of respondents reported that they discussed costs with their advisor.

Investors are generally more apt to attempt to control salient fees:

A study by Brad Barber et al.²⁰³ found that investors are less apt to control the impact of fees paid from fund assets. It found that mutual fund investors are more sensitive to salient, upfront fees, like front-end loads and direct commissions, than a fund's operating expenses. This study analyzes U.S. mutual fund flows over a period of 30 years and, when assessing how investors respond to expenses while investing in mutual funds, finds that investors treat front-end loads and fund expenses differently. It finds a negative relation between flows and front-end loads, but finds no relation between operating expenses and flows. This research suggests that investors are more apt to attempt to control visible fees which they

²⁰² The Brondesbury Group, "Report: Performance Reporting and Cost Disclosure", prepared for: Canadian Securities Administrators (September 17, 2010), at p.15-16, http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/rpt_20110622_31-103_perfomance-rpt-cost-disclosure.pdf.

²⁰³ Brad M. Barber et al., "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows", *The Journal of Business*, Vol. 78, no 6 (2005), pp. 2095-2120, <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers%20current%20versions/Out%20of%20Sight.pdf>

must pay directly, but remain passive about ongoing fund fees paid out of fund assets.

Canadian investors are generally not aware of what they pay for financial advice or that they pay for financial advice at all:

The fund industry's latest *Pollara opinion survey*²⁰⁴ found that only:

- 27% of investors could say they “definitely” believe that part of the fees charged within mutual funds are used to compensate their financial advisor, while 45% replied “I think so”. Another 21% do not believe they pay for financial advice through embedded fees, while the remaining 10% indicated they “don’t know”;
- 56% of investors recalled that their advisor discussed his/her compensation when they last purchased a mutual fund;
- 62% of investors recalled that their advisor discussed mutual fund fees such as front-end sales charges and DSCs; and
- 57% of investors recalled that their advisor discussed MERs;

A *BCSC National Smarter Investor Study*²⁰⁵ finds that 23% of Canadians do not know how their advisor is paid. Over half (53%) do not know how much they paid to their advisor in the last 12 months;

The *OSC Mystery Shop report*²⁰⁶ found that while 56% of the investors were told about fees for products, just 25% were told about how the advisor would be compensated;

A *study by PMG Intelligence*²⁰⁷ found that:

- investors are confused about fees (whether they are disclosed or not, whether they pay them or not, whether they are discussed or not); and
- most investors aren’t sure how much they pay for advice and what fees they pay for but acknowledge some form of disclosure;

A recent *survey by Tangerine Investments*²⁰⁸ found that:

²⁰⁴ POLLARA Inc., “Canadian Investors’ Perceptions of Mutual Funds and the Mutual Fund Industry” (2016), Report Prepared For: The Investment Funds Institute of Canada, <https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2016/09/IFIC-Pollara-Investor-Survey-September-2016.pdf/15057/>.

²⁰⁵ BC Securities Commission, supra note 152.

²⁰⁶ OSC Staff Notice 31-715 – *Mystery Shopping for Investment Advice*, September 17, 2015, <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/20150917-mystery-shopping-for-investment-advice.pdf>.

²⁰⁷ PMG Intelligence, “The Value and Price of Advice – A Benchmark Study 2014 Edition”.

- although the majority of investors surveyed (89%) describe themselves as either “very knowledgeable” or “somewhat knowledgeable” when it comes to their investments, many were unaware of the associated fees – 36% of those surveyed claimed they do not pay any fees, and another 11% were unsure if they pay fees at all;
- when the survey narrowed in on the 67% of investors who use a financial advisor, 24% of those surveyed said they do not pay fees or commissions for their advisor’s services, and another 13% were unsure; and
- of those who were aware of fees for their advisor’s services, when asked how well they understood the fee structure, nearly 40% said “not very well” or “not at all”.

A report by the Brondesbury Group on advisor relationships and investor decision-making²⁰⁹ found that investors have minimal knowledge of mutual fund fees and what affects them, including how their advisors can get paid. Specifically, they found that:

- unless investors are told what affects the amount of fees they pay, they are unlikely to reach an accurate conclusion on their own. Even when the full range of fees and what affects them are identified, it is difficult for investors to assess the implications of what they have learned;
- only one third of investors were able to recognize several common compensation arrangements and one-third indicated they were aware of trailing commissions; and
- out of the one-third who indicated they were aware of trailing commissions, about 4 out of 10 respondents agreed that the amounts of these commissions may vary depending on the type of mutual fund and the mutual fund manufacturer that offers the fund.

This same study assessed respondents’ knowledge about how advisors were paid by presenting them with five statements to agree or disagree with. The percentage agreement was so similar across all five statements that the authors concluded that “the results demonstrate that investors have little or no idea about how advisors can get paid.”²¹⁰

²⁰⁸ Tangerine Investments conducted an online survey from June 29 to July 4, 2016 among 1,003 randomly selected Canadian adults. The results are discussed here: <http://www.newswire.ca/news-releases/many-canadian-investors-unaware-of-fees-theyre-paying-to-invest-586603691.html>.

²⁰⁹ The Brondesbury Group, “Investor behavior and beliefs: Advisor relationships and investor decision-making study”, a report prepared for the Investor Education Fund, 2012, <http://getsmarteraboutmoney.ca/en/research/Our-research/Documents/2012%20IEF%20Adviser%20relationships%20and%20investor%20decision-making%20study%20FINAL.pdf>.

²¹⁰ Ibid. page 25.

Costs do not figure significantly into investor-decision making:

According to the same *report by the Brondesbury Group on advisor relationships and investor decision-making*²¹¹, costs do not figure significantly into investor decision-making due largely to investors' lack of awareness and/or understanding of fund fees, as highlighted above. The cost of buying is a factor for only 2 out of 10 investors, but almost never a decisive factor. Management fees are treated similarly. Costs may deter 1 out of 6 of buying.

This study also found that most investors do not consider information in fund disclosure documents to make their investment decision, preferring instead to rely on their advisor for their investment decision. For 8 out of 10 investors, the advisor's opinion dominates all other sources as a factor in buying decisions. Investors trust their advisor to provide advice that benefits the client first.

ii. Embedded commissions add complexity to fund fees which inhibit investor understanding of such costs

Embedded dealer compensation results in numerous fund series that adds complexity to fund fees:

The fund fee structure has grown increasingly complex over the last several years due to the growing number of fund series on offer, with each series having different fees. The numerous fund series available today on most funds has effectively resulted in an '*alphabet soup*' of fund series²¹² that can be confusing to investors and overwhelm their ability to understand the fees that apply to their investment.

Mutual funds typically offer various series of their securities which may be designed for:

- ii. specific types of dealer business models and the investors they serve (for example, retail, higher-net-worth, institutional, fee-based, DIY/discount brokerage), or
- iii. a specific purpose (for example, hedged series or 'tax-advantaged' series paying fixed distributions that include a portion of return of capital).

Some Canadian investment fund managers may offer in excess of 30 different series of their funds. Each series is denoted with a different letter, but there is no official standard governing how investment fund managers use letter designations for their fund series. Each

²¹¹ Ibid.

²¹² The following news articles acknowledge the complexity of the Canadian mutual fund series "alphabet soup". See John Heinzl, "What do all those letters mean after mutual fund names?", *Globe and Mail*, August 16, 2013, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-and-etfs/funds/what-the-f-the-abc-of-mutual-funds/article13816786/>; Bryan Borzykowski, "Decoding the mutual fund alphabet soup", *Money Sense*, August 16, 2012, <http://www.moneysense.ca/save/investing/mutual-funds/decoding-the-mutual-fund-alphabet-soup/>.

series may:

- have different eligibility requirements (e.g. specified investment thresholds);
- have different management fees (typically, the higher the investment threshold, the lower the management fee);
- be sold under various sales charge options (front-end load, low-load, DSC, fee-based, no-load); and
- pay different compensation (trailing commissions and other embedded sales commissions) to the dealer.

As at the end of June 2016, taking into account underlying purchase options, there were 39,848 unique mutual fund series/purchase option combinations available in Canada²¹³ in which were invested a total of \$1.3 trillion²¹⁴.

Further adding complexity is the fact that trailing commissions payable on various fund series may vary based on:

- the investment fund manager – they may differ between similar funds and fund series managed by different investment fund managers, i.e. some investment fund managers may pay more/less than others;
- the asset class of the fund - they are typically highest on equity funds, lower on fixed income funds and lowest on money market funds;
- the main investment strategy – they are typically higher for actively managed funds and lower for passively managed funds;
- the purchase option selected - they are typically higher on fund investments made under the front-end load and low-load options and lower on fund investments made under the DSC option; and
- the length of time the investment is held - for example, they may:
 - in some cases increase in steps with each year the investor continues to hold the investment, reaching a specified maximum after a certain number of years; or
 - where the investment has been made under the DSC option, double at the

²¹³ Source: FundSERV – mutual fund and wrap products. By contrast, there were 32,555 unique mutual fund series/purchase option combinations available in the United States (source: Morningstar Direct) at the end of June 2016 in which were invested a total of \$15.9 trillion USD (source: Investment Company Institute).

²¹⁴ Source: Investor Economics.

expiration of the redemption schedule (6 years on average).

The wrong choice of fund series may subject an investor to excess fund fees:

The complexity of fund fees created by the plethora of series on offer requires dealers to maintain robust systems of controls and supervision to ensure that investors are being invested in the fund series that is right for them. The failure to have such systems can result in investors holding the wrong fund series securities and paying excess fees as a result. In *recent no-contest settlements*²¹⁵, OSC staff alleged that certain dealers had inadequacies in their systems of controls and supervision which formed part of their compliance systems which caused clients to not be invested or switched into a lower-fee series of a fund for which they were eligible (further to having met the minimum investment threshold for investment in the series). OSC staff further alleged that these inadequacies resulted in clients paying excess fund management fees. These settlements were concluded after the dealers self-reported to the OSC. As part of the settlement agreements, the dealers undertook to pay compensation to affected clients and former clients.

Disclosure generally does not help investors identify the best fund series based on compensation:

The *Brondesbury Group Mutual Fund Fees Research*²¹⁶ finds that:

- most investors are unable to understand and assess different forms of compensation. They cannot make the economic assessment due to the complexity of calculations and the difficulty of choosing the right underlying assumptions, nor can they assess the implications of compensation arrangements for creating potential conflicts of interest in the advice that advisors give them; and
- in a commission-based environment, disclosure does not help investors identify either the best advisor or the best fund series based on compensation. The end result is that the advisor will propose the fund series and it will be advantageous to them.

The complexity of fund fees may discourage investors from asking about dealer compensation – investors trust the compensation is fair and reasonable:

The *BCSC National Smarter Investor Study*²¹⁷ finds that:

²¹⁵ See the no-contest settlements in the matters of *TD Waterhouse Private Investment Counsel Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20141113_td-waterhouse-private-investment.pdf), *Quadrus Investment Services Ltd.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20151106_quadrus.pdf), *Scotia Capital Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20160725_scotia-capital.pdf), *CIBC World Markets Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20161024_cibc.pdf) and *BMO Nesbitt Burns Inc.* (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20161209_bmo.pdf).

²¹⁶ The Brondesbury Group, *supra*, note 3, at pages 46 to 48.

²¹⁷ BC Securities Commission, *supra*, note 152.

- the complexity of fund fees is intimidating to investors and discourages investors from asking about their dealer/representative's compensation. Specifically, the study finds that 23% of Canadians have never asked their advisor what fees they pay. Of these individuals, 37% agreed that they would ask about compensation more often if they had a better understanding of how fees and commissions for advisors worked;
- for Canadians who invest with an advisor but say they do not always ask about compensation, trust was the key reason they do not ask more often – 72% indicated that they trust that their advisor's compensation is fair and reasonable.

Complexity in fund pricing can increase investors' reliance on dealer/representative's advice:

Research by Kathryn Judge suggests that complexity in financial products is deliberate to ensure investors' reliance on intermediaries for investment decisions and assure intermediaries' long-term returns. She states that: “[G]reater complexity can make an investor more reliant on an intermediary's guidance and other services. This increases the probability that the investor will continue to use that intermediary's services in the future, increasing the intermediary's long-term expected returns. Complexity can also make it more difficult for any of the parties involved to see the full range of fees an intermediary is earning on a transaction. To the extent that salience affects a party's inclination to push for a lower fee, intermediaries may prefer less transparent, and hence more complex, transactions and market structures.”²¹⁸

Retail financial product providers may strategically use price complexity to limit awareness of fees:

*Research by Bruce Ian Carlin*²¹⁹ suggests that product providers in retail financial markets strategically add price complexity to their product to maintain consumer ignorance about prices, which in turn preserves the provider's ability to gain market power and earn corporate profits. This complexity ultimately leads to failure of competition, despite the large number of firms in retail financial markets. He finds that: “increased competition always leads to higher industry complexity. When more firms compete for market share, the probability that they receive demand from the informed consumers decreases. To maximize expected profits, the firms tend to increase complexity in order to optimize the revenues they receive from uninformed consumers. Increased complexity and higher cognitive load makes it harder for consumers to become informed. If a larger fraction of consumers remain uninformed when more firms are present, then prices rise.”

²¹⁸ Kathryn Judge, supra note 185 at page 627.

²¹⁹ Bruce Ian Carlin, supra note 186 at page 4.

iii. The product embedded nature of dealer compensation restricts investors' ability to directly control that cost and its effect on investment outcomes

Dealer compensation charged at the fund level may cause cross-subsidization:

Embedding dealer compensation costs into fund management fees charged to a mutual fund rather than charging and collecting such compensation at the account level can cause some investors to subsidize the cost of certain commissions or other services that are not attributable to their specific investment in the fund. This cross-subsidization of dealer compensation costs can result in some investors indirectly paying excessive fees beyond their control.

One example of such cross-subsidization is the subsidization by front-end load investors of the specific distribution costs attributable to DSC investors. Specifically, investment fund managers may use part of the management fees they earn on a fund to fund the payment of upfront sales commissions to dealers on sales made under the DSC option.²²⁰ The cost of these embedded sales commissions is allocated to the fund as a whole, and therefore to all investors in the fund, irrespective of the purchase option under which they made their fund investment. As a result, even though these costs are unique to the DSC option, investors who purchase under the front-end load option (under which the investor may have already paid a sales charge directly to their dealer or representative at the time of purchase) bear the same 'higher' management fee as, and therefore subsidize, those investors who purchase under the DSC option.

Less than a handful of Canadian investment fund managers have addressed this type of cross-subsidization by offering a different series or class of their funds for each of the various purchase options, with each bearing a different management fee reflecting the different costs associated with the different purchase options. In these cases, the management fee of the front-end load series is typically 15 basis points lower than the management fee of the DSC series.

We note that in the U.S., mutual funds offer separate classes of securities for each purchase option. The A share class is the front-end load purchase option and the B share class is the DSC purchase option. The B share class expenses are typically 0.60 to 0.75 percent higher each year than on class A shares.²²¹

Discount/DIY series not widely available:

Some investment fund managers offer a discount series (e.g. series D) of their funds for DIY investors whose lower management fees reflect a reduced embedded trailing commission of typically no more than 0.25%. However, those investment fund managers

²²⁰ See note 6 for a description of the DSC option.

²²¹ The difference in expenses is observable by reviewing fee disclosure in U.S. mutual fund prospectuses. See also FINRA Investor Alert: "Class B Mutual Fund Shares: Do They Make the Grade?", <http://www.finra.org/investors/alerts/class-b-mutual-fund-shares-do-they-make-grade>.

that do offer a discount series typically offer it on only a portion of their fund lineup rather than all their funds²²² and their accessibility is limited. Discount series are typically available only online through certain discount dealers. Industry data shows that:

- only 1% of Canadian mutual fund assets is held in a discount/DIY series;²²³ and
- the bulk (roughly 84%)²²⁴ of mutual fund assets held in the online/discount brokerage channel remain invested in the regular retail fund series paying full unreduced trailing commissions to the discount broker.

Fee-based option not a true choice for everyone:

Many investment fund managers offer a fee-based series (e.g. series F) for investors in fee-based arrangements with their dealer/representative whose reduced management fees reflect the absence of embedded trailing commissions. Instead, the investor pays the dealer directly for advisory services rendered in connection with their account.

While most investment fund managers offer a fee-based series of their funds which have relatively low investment minimums, not every investor can access this series because:

- dealers often impose significant account size requirements (\$250,000+) that must be met in order for investors to be eligible to participate in a fee-based program; and
- not all dealers/representatives work under a fee-based model. Many dealers/representatives (particularly in the MFDA channel) operate on a commission-only basis which means that they do not offer the fee-based series to their clients. Only the fund series with embedded compensation is placed on their product shelf.

Fee-based fund series made up only \$40 billion or 4% of fund industry assets at the end of 2013. While fee-based assets increased significantly over the five years ending 2015,

²²² At February 2016, there were 17 investment fund managers offering at least one discount/DIY fund series on a total of 439 funds. Source: Morningstar Direct, SEDAR at February 2016.

²²³ As at September 2015, assets in discount/DIY mutual fund series totaled \$12.053 billion, up from \$11 billion in December 2011, although not all of this was held in the online/discount brokerage channel. The \$12 billion figure includes an estimated \$4.6 billion in series D mutual fund assets held in the online/discount brokerage channel, as well as other similar discount/DIY series sold directly by the investment fund manager. Source: Investor Economics.

²²⁴ As at September 2015, a total of \$29.585 billion in mutual fund assets was held in the online/discount brokerage channel. Investor Economics estimated that only \$4.6 billion in discount/DIY fund series assets was actually held in the online/discount brokerage channel. This suggests that \$25 billion of the total \$29.585 billion of mutual fund assets in the online/discount brokerage channel remains invested in the regular retail fund series paying full trailing commissions. Source: Investor Economics.

increasing by 248% over that period, fee-based options still only made up \$69 billion or 6% of fund industry assets at the end of 2015.²²⁵

Direct-to-client funds not widely available:

As explained above, only a few investment fund managers in Canada offer lower-cost mutual funds under the 'direct-to-client' model. These mutual funds charge lower management fees reflecting the absence of embedded trailing commissions. These mutual funds typically have minimum investment thresholds of \$10,000 or more, which means that they may not be within reach of many retail investors. Mutual funds sold under the 'direct-to-client' model make up only 2.8% of assets under management in Canada.²²⁶

The lack of availability and/or accessibility of the above options for many Canadian investors allows embedded commissions to prevail and ultimately limits investors' ability to control the impact of these fees on their investment outcomes.

Issue 3: Embedded commissions paid do not align with the services provided to investors

i. Investors do not receive ongoing advice commensurate with the ongoing trailing commissions paid

No rules requiring specified ongoing services:

The fund facts document for mutual funds typically states that trailing commissions are for the services and advice the dealer and its representative provide to the investor.

However, there is currently no securities regulation that prescribes, or guidance that articulates, the specific services that an advisor is expected to provide in exchange for ongoing trailing commissions. Under *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (Regulation 31-103)*, dealers/representatives are required to provide certain services at the time of the trade (e.g. suitability, know-your-client), but no requirement to provide ongoing advice focused on the client's portfolio.

Trailing commission payments are largely used to support dealer operations and sales activity:

The various comment letters submitted by fund industry participants in response to the Original Consultation Paper indicate that trailing commissions are largely used to support

²²⁵ Source: Investor Economics.

²²⁶ See notes 199 and 200 above and related discussion under Issue #1.

dealer operations and to compensate the advisor for work done at the time of the original investment, rather than for ongoing advice provided over the term of the investment.

IFIC's response letter dated April 12, 2013, states that the bulk of trailing commission payments are used to support dealer operations. At page 3 of their letter, IFIC states:

“The first misconception is found in the Discussion Paper's underlying theme that trailing commissions are used exclusively for the compensation of advisors. The reality is that trailing commissions are paid to the dealer firm to cover a whole host of regulatory and supervisory functions and services in addition to advisor compensation. The dealer may retain one half or more of the trailing commission to pay for, for example: tier 1 and tier 2 supervision and the systems that support it, regulatory costs including fees to fund the SROs, OBSI, and securities commissions, client complaint handling processes, advisor investigation and enforcement requirements, general compliance obligations of the SROs, OBSI, and securities commissions, client reporting, due diligence on products, etc.”

The letter dated April 12, 2013 from the *Investment Industry Association of Canada (IIAC)* similarly indicates that trailing commissions are used to cover the cost of a host of services other than the provision of investment advice, many of which may be provided equally by execution only and full-service dealers. At page 5 of their letter, IIAC states:

“The following is a list of some services supported by trailing commissions that are provided by investment dealers on an ongoing basis (many apply equally to execution only and full-service dealers):

- *Printing and mailing of disclosure documents (prospectuses, Fund Facts, other shareholder communications, including proxy material);*
- *Processing of corporate events and distributions (Since mutual funds held by investment dealers are typically registered in nominee name, the dealer takes on responsibility for updating client account records for things such as mutual fund reorganizations and client payments of interest, dividends, etc.);*
- *Preparation and distribution of tax reporting information such as annual trading summaries, and, in some cases, T3 and T5013 tax slips;*
- *Provide the widest selection of mutual funds from multiple fund families (This requires efforts by the dealer/advisor to conduct extensive product due diligence and legal documentation before making these funds available to clients.);*
- *Custody services;*
- *Portfolio monitoring of margin requirements;*
- *Clearing and settlement of purchase and sales through FundSERV and/or CDS.*

The services above should be taken into consideration with respect to the importance of trailers to advisors and their firms.”

The letter dated April 12, 2013 from *Investors Group* states that trailing commissions pay for distribution and a variety of dealer costs, and not just the provision of ongoing services

by dealers and their representatives. At page 4 of their letter, Investors Group states:

“This proposal [to tie trailing commissions to the provision of specific services by advisors] arises from a misunderstanding that 100% of trailing commissions are paid for ongoing services provided by advisors. In fact, the compensation is paid to the dealer in connection with the distribution of the financial products and is generally the only source of revenue for mutual fund dealers. This revenue pays for a variety of dealer costs, including supervision, back office functions, client statement production, insurance and similar expenses – many of which, we note, have increased as a result of recent regulatory requirements – in addition to the cost of compensating advisors. The dealer, not the manufacturer, determines the level of service its advisors are to provide.

Of the industry average of two-thirds of the trailing commission actually paid to advisors by the dealer, there are two facets involved. First, they represent deferred compensation to advisors for the initial work done by them in providing advice to clients at the time of the original investment. Second, these payments are to compensate for the ongoing service provided by the advisor to the client. Because of this, the services provided by advisors to investors will vary depending on a number of factors, including the size of the portfolio and specific needs of the particular client including desired frequency of contact and updates.”

An *IFIC paper*²²⁷ notes that, on average, 0.78% of the assets invested in a long-term fund are paid annually by the fund to the dealer, of which approximately two-thirds may go to the representative for advisory services and the rest kept by the dealer to pay for administrative, compliance and regulatory oversight functions.

Varying trailing commissions between different investment fund managers, fund types and purchase options:

As explained above, trailing commissions may vary between different investment fund managers and will generally further vary based on the asset class of the fund and the purchase option selected.²²⁸ There is no evidence of different services despite the differences in fees. For example, trailing commissions are typically higher on equity funds and lower on fixed income funds. In such case, there is no evidence that an investor purchasing an equity fund would be provided with more services and advice than if the investor were to invest in a fixed income fund.

Higher trailing commissions for pre-packaged advice:

Most investment fund managers offer ‘funds-of-funds’, which are mutual funds that invest

²²⁷ The Investment Fund Institute of Canada, “Paying for Advice: Why Options are Important” (August 2014), at p.7.

²²⁸ Trailing commissions are higher on equity funds and balanced funds (typically 1%) than on fixed income funds (typically 0.50%) and on money market funds (typically 0.25%). Trailing commissions are also higher on investments made under the front-end load option (typically 1%) than under the DSC option (typically 0.50%).

in other funds - most typically a portfolio of proprietary funds. They are pre-packaged mutual fund investment portfolios which relieve the dealer and their representative from having to do the fund selection and asset allocation they may otherwise be expected to do on their own for a client. Notwithstanding the efficiencies that funds-of-funds may provide for advisors, investors do not ultimately benefit from these efficiencies as the trailing commissions payable on funds-of-funds are the same or higher than on stand-alone equity mutual funds.²²⁹ Accordingly, advisors who sell funds-of-funds receive greater compensation for seemingly less service and advice. The favourable dealer compensation paid on funds-of-funds may explain why this product makes up the bulk of net sales. According to data from IFIC, for the six years ending December 2015, funds-of-funds net sales totaled \$191 billion versus \$32 billion for traditional stand-alone funds. They have become the dominant product in the Canadian fund industry.

DIY investors in the discount channel may pay full trailing commissions:

As discussed above in connection with Issue 2, not all investment fund managers offer a discount/DIY series (e.g. Series D with reduced trailing commission of 0.25% or less) on their funds, nor do all discount brokers opt to put these series on their shelf when available. These series are available for purchase through certain discount brokerages only. Those investment fund managers that do not offer a discount/DIY series typically make their regular retail series available for purchase through the discount channel. These series pay full unreduced trailing commissions of 1% to the discount brokerage for execution-only services.

ii. The cost of advice provided through embedded commissions may exceed its benefit to investors

Investors may not derive offsetting financial benefits from the payment of trailing commissions:

Several studies show that investors derive almost no offsetting financial benefit from the payment of distribution fees, including trailing commissions. We refer to the studies by the *Executive Office of the President of the United States*²³⁰, *John Chalmers et al.*²³¹, *Stephen Foerster et al.*²³² and *Daniel Bergstresser et al.*²³³ discussed above in connection with **Issue 1 – ii. Embedded commissions can encourage biased investment recommendations by dealers which negatively affect investor outcomes.** These studies overall show that:

²²⁹ See data on funds-of-funds provided in the Original Consultation Paper, Figure 10. Funds-of-funds are very popular products that account for almost half of all long-term mutual fund assets under management.

²³⁰ See research by the Executive Office of the President of the United States, supra note 178.

²³¹ John Chalmers et al., supra note 179.

²³² Stephen Foerster et al., supra note 181.

²³³ Daniel Bergstresser et al., supra note 183.

- investors receiving conflicted advice through the payment of embedded commissions tend to perform worse than non-advised investors or passive benchmarks; and
- dealers/representatives collect more fees and commissions than any monetary value their investment advice may add to the account.

The following research however offers contrasting views on the value of advice:

- An econometric study by the *Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO)*²³⁴ finds that, on average, advised investors accumulate significantly more financial assets than do non-advised investors with similar socio-economic characteristics. This benefit of financial advice grows with the length of time households have received advice: after four to six years, the advised households have accumulated 1.58 times the amount accumulated by non-advised households; after 15 years, the difference has increased to 2.73 times. This difference in financial assets is explained most significantly by higher household savings rates and greater allocation into non-cash investments, not by better returns due to advisor skill;
- A paper by the *School of Public Policy at the University of Calgary*²³⁵ asserts that embedded commissions facilitate affordable and broadly accessible financial advice which leads to greater individual wealth accumulation, which in turn makes a positive contribution to the retirement readiness of Canadian households and, ultimately, the economy. Based on a review of academic, government, regulatory and industry research, including the CIRANO study above, the author of the paper argues that eliminating embedded commissions would hurt less affluent investors who may not be willing or able to pay for advice upfront, thus creating an advice gap which would be a major setback for Canada-wide retirement savings and Canadians' quality of life in retirement;

²³⁴ Claude Montmarquette et al., "Econometric Models on the Value of Advice of a Financial Advisor", CIRANO Institute, July 2012, <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2012RP-17.pdf>. Claude Montmarquette, one of the authors of that study, later admitted that a survivorship bias exists in the study and that he would like to see a more formal longitudinal study intimately tracking the performance of advised versus non-advised groups over a long period of time. See "*Financial Industry overselling value of financial advice*", Globe and Mail, November 15, 2012, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/personal-finance/household-finances/financial-industry-overselling-value-of-financial-advice/article5360796/>. The study does not establish a causal relationship between the payment of trailing commissions and wealth accumulation as it does not identify whether its participants received advice through trailing commissions or other compensation arrangements. The study also does not factor into its findings any liabilities that its participants may have incurred through financial advice, which may offset the total wealth accumulation.

²³⁵ Pierre Lortie, "A Major Setback for Retirement Savings: Changing How Financial Advisers Are Compensated Could Hurt Less-Than-Wealthy Investors Most", *University of Calgary School of Public Policy Research Papers*, Vol. 9, Issue 13, (April 2016), <https://www.policyschool.ca/wp-content/uploads/2016/05/financial-advice-lortie.pdf>.

- The fund industry's latest *Pollara opinion survey*²³⁶ finds that investors perceive the advice they receive from their advisor to be beneficial. Specifically, 95% of respondents indicated they can rely on their advisor to provide sound advice and 88% agreed they get better returns as a result of the advice they receive. Eighty-two percent attributed better savings and investment habits to their advisor, while 91% said they get value for the money they pay to their advisor;
- Research by *Vanguard Investments Canada Inc.*²³⁷ finds that working with an advisor can theoretically add about 3% in net returns when following the Vanguard Advisor's Alpha framework for wealth management which involves the application of the following five wealth management principles:
 - Being an effective behavioral coach by helping clients maintain a long-term perspective and a disciplined approach (potential value add: 1.50%);
 - Applying an asset location strategy, i.e. allocating assets between taxable and tax-advantaged accounts (potential value add: from 0% to 0.42%);
 - Employing cost-effective investments, i.e. passively managed funds (potential value add: 1.31%);
 - Maintaining the proper allocation through rebalancing (potential value add: 0.47%); and
 - Implementing a spending strategy to help clients make important decisions about how to spend from their portfolios (potential value add: 0% to 0.41%).

Vanguard's research emphasizes that the potential 3% in net returns for clients should not be viewed as an annual value-add, but is likely to be intermittent, as some of the most significant opportunities to add value occur during periods of market duress or euphoria when clients are tempted to abandon their well-thought-out investment plans. The research also stresses that the applicability of the management principles, and the resulting value added, will vary by client circumstances (based on each client's time horizon, risk tolerance, financial goals, portfolio composition, and marginal tax bracket, to name a few) as well as implementation on the part of the advisor.

The beliefs of representatives may affect their advice:

A study by *Juhani Linnainmaa et al.*²³⁸, using the same data as that used in the Foerster et al study²³⁹, suggests that the quality of representatives' advice may be affected not only by

²³⁶ Pollara, supra note 204.

²³⁷ Vanguard research, "Putting a value on your value: Quantifying Vanguard Advisor's Alpha", (September 2016), <https://www.vanguard.com/pdf/ISGQVAA.pdf>.

²³⁸ Juhani T. Linnainmaa, Brain T. Melzer and Alessandro Previtero, "Costly Financial Advice: Conflicts of Interest or Misguided Beliefs?", December 2015, <http://faculty.chicagobooth.edu/juhani.linnainmaa/MisguidedBeliefs.pdf>.

²³⁹ Stephen Foerster et al., supra note 181.

conflicts of interest which can incent self-interested behavior, but also by personal beliefs and preferences regarding investment strategies (for e.g. the belief that active management – even after commissions – dominates passive management). They find that representatives manage their personal portfolios just like they manage their clients' portfolios. They trade frequently, chase returns, and prefer expensive, actively managed funds over low-cost index funds for both their clients and for themselves. Differences in representatives' beliefs affect not only their own investment choices, but also cause substantial variation in the quality and cost of advice they give to clients, raising costs for some investors.

The benefits of representatives' advice may largely be intangible:

Certain research suggests that, to the extent investors derive benefits from dealings with representatives, such benefits may be largely behavioral and thus intangible in nature, such as the development of good savings discipline, overcoming inertia, the reduction of investor anxiety, and the creation of trust. Such research includes:

- the *CIRANO Research* which finds that advised households in Canada accumulate greater financial assets over time, but that this finding is mainly due to their improved savings discipline due to the advisor.²⁴⁰ Another CIRANO study finds that the discipline imposed by a financial advisor on the financial behavior of households and the increased savings of advised households are key to improving asset values of households relative to comparable households with no advisor.²⁴¹
- the *paper by the School of Public Policy at the University of Calgary* which reviews a body of research showing that pervasive behavioral biases in decision-making limit an individual's ability to make sound financial decisions on their own. Such biases include the tendency to prefer short-term gratification (consumption) over longer-term returns (saving), inertia and status quo bias and a propensity to push to a later date actions that require self-control. The author asserts that financial advisors can help individuals overcome these behavioral weaknesses which can lead them to make sub-optimal investment decisions when left to their own devices.²⁴²
- *research by Foerster et al.*, which posits on the possible reasons why fund investors prefer to use the services of dealers/representative despite the research's finding that the investment advice provided through commissions does not justify the fees paid. He states: "Given householders' strong preference for using financial advisors, it is likely that they receive other benefits beyond investment advice. Our results, however, impose constraints on the set of plausible benefits. The benefits cannot be of one-time nature because investors pay the fee continually as they remain advised. Such benefits may come in the form of financial planning, including advice on

²⁴⁰ Claude Montmarquette et al., supra note 234.

²⁴¹ Claude Montmarquette et al., *The Gamma Factor and the Value of Financial Advice*, CIRANO Institute, August 2016, <http://www.cirano.qc.ca/files/publications/2016s-35.pdf>.

²⁴² Pierre Lortie, supra note 235, at pages 6 and 7.

saving for college and retirement, tax planning and estate planning. It is also possible that financial advisors add value by mitigating psychological costs rather than providing financial benefit; that is, reducing anxiety (Gennaioli, Shleifer, and Vishny 2014) or eliciting feelings of trust (Guiso, Sapienza, and Zingales 2008) rather than improving investment performance.”;²⁴³

- *research by Bergstresser et al.* which, further to their failure to find that brokers deliver substantial tangible benefits to investors in broker-sold funds, speculates that brokers may deliver substantial intangible benefits that we do not observe. The researchers state that “[b]rokers may help their clients save more than they would otherwise save, they may help clients more efficiently use their scarce time, they may help customize portfolios to investors’ risk tolerances, and they may increase overall investor comfort with their investment decisions;”²⁴⁴ and
- *research by Gino et al.* which finds a robust relationship between anxiety and advice seeking and between anxiety and advice taking. Specifically, this research finds that anxious individuals are found to be more likely to seek and rely on advice than are those in a neutral emotional state. The relationships between anxiety and advice seeking and anxiety and advice taking are mediated by self-confidence. Although anxiety also impairs information processing, impaired information processing does not mediate the relationship between anxiety and advice taking. Anxiety motivates individuals to seek advice from others and to be less discriminating between good and bad advice and between advice from advisors with and without a conflict of interest.²⁴⁵

²⁴³ Stephen Foerster et al., supra note 181 at pages 27-28.

²⁴⁴ Bergstresser et. al., supra note 233, at p. 4131.

²⁴⁵ F. Gino, A.W. Brooks and E. Schweitzer, “Anxiety, Advice, and the Ability to Discern: Feeling Anxious Motivates Individuals to Seek and Use Advice”, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 102, No. 3, (2012), pp. 497-512, http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/gino_brooks_schweitzer_jpsp_2012_fd79893e-9f44-4a69-9460-848527d2d598.pdf.

APPENDIX B OTHER OPTIONS CONSIDERED

In determining how best to address the investor protection and market efficiency issues identified, the CSA considered the merits of a number of other policy options in addition to discontinuing embedded commissions and those discussed in Part 6 of this Consultation Paper. Some of these options were proposed in the Original Consultation Paper, while some options were identified following the consultation. Each option was thoroughly and thoughtfully evaluated.

Generally, where we determined that an option would potentially address one issue to some degree, but at the same time fail to address or even exacerbate another issue, we opted not to pursue the option. Other options were not retained because they were found to be inconsistent or redundant with options proposed in CSA CP 33-404.²⁴⁶

Like the options discussed in Part 6 of this Consultation Paper, for each of the options discussed below, we analyzed the anticipated positive and negative impacts/effects on each of the following stakeholders:

- advised investors (specifically those with investable assets below \$100K, between \$100K and \$500K, and above \$500K);
- DIY investors;
- independent investment fund managers;
- independent fund dealers; and
- integrated financial service providers.

The following discussion provides a brief overview of the primary alternative options considered by the CSA and why we have decided not to pursue such options further.

1. Enhancements to Disclosure

The CSA considered making a number of disclosure-based enhancements to the current account statements²⁴⁷ and fund fact documents required by the CRM2 and POS reforms respectively. The primary focus of these enhancements would be to increase investor awareness of the costs associated with their investments and the impact that such costs play on investor returns. The particular enhancements considered are discussed below.

i. CRM2 account statement enhancements

The CSA considered enhancing the disclosure on dealers' websites and/or in the account statement currently provided by dealers to provide the median percentage return and total cost in

²⁴⁶ For example, the option of defining and disclosing advisor service levels in exchange for trailing commissions as set out in the Original Consultation Paper wasn't retained due to the proposals noted in CSA CP 33-404.

²⁴⁷ Report on charges and other compensation and content of investment performance report.

dollars for a range of account sizes and risk types. The following diagram illustrates an example of the disclosure contemplated:

Account Size	Client Risk Tolerance		
	Low	Medium	High
0 - \$100,000	2.5%	5.0%	3.0%
\$100,000 - \$500,000	2.5%	7.0%	3.0%
\$500,000 and over	4.0%	10.0%	5.0%

Account Size	Client Risk Tolerance		
	Low	Medium	High
0 - \$100,000	750.25	801.38	1,002.30
\$100,000 - \$500,000	7,538.20	8,951.02	15,892.30
\$500,000 and over	38,582.89	52,891.40	74,120.00

The foregoing information would be based on data aggregated at the firm level in respect of all accounts for which dealers are required to produce a report on charges and other compensation and investment performance.

If implemented, the CSA would anticipate this benchmarking exercise to have the following benefits:

- it may better allow investors to assess their performance and costs relative to others, which in turn may allow investors to better assess the quality of the services they receive from their advisor; and
- it may over time create competition among advisors and incent advisors to enhance their level of service, which could also lead to potential cost reductions in the services provided.

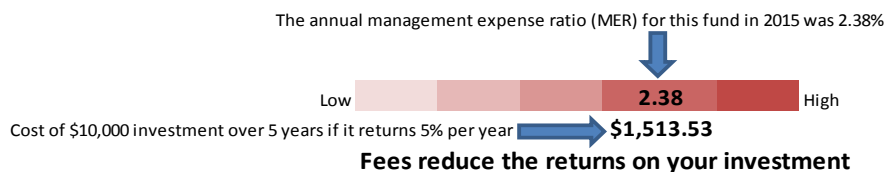
The drawbacks of this option would be that:

- it would be difficult to control for variability in services provided, as well as investor objectives and time horizon, making comparisons misleading and/or ineffective;
- investors may require a certain level of investment knowledge to fully understand and interpret the additional information to benefit from the added disclosure (especially when considered in the context of all of the other information provided in the account statement); and
- some dealers who distribute proprietary products and are part of larger, integrated financial service providers, do not receive commission revenue such as trailing commissions and instead receive internal transfer payments from affiliates based on agreements with their corporate group. In these instances the true costs of the services provided may be difficult to compare across different dealers.

ii. *POS fund facts enhancements*

One potential way we considered to enhance the disclosure in the fund facts document was to provide more prominent fee disclosure, and greater context about the fees charged and their impact on performance. For example, as shown in the following diagram, the CSA considered

requiring an illustration of where a fund's MER falls on a spectrum from "low" to "high" based on industry averages:



In conjunction with the foregoing, the CSA also considered requiring disclosure of the actual dollar amount of fees paid and returns foregone (each demonstrated over certain investment periods assuming specified returns). This disclosure could also have been supplemented with educational statements to alert a potential investor of the impact that fees play on their investments, such as "fees reduce the returns on your investment".

As an alternative to the foregoing, the CSA also considered amending the fund facts to provide enhanced disclosure regarding fund MERs and what they pay for. For example, the CSA considered breaking down the individual components of the MER to give an investor a more complete picture of the fund's expenses. Such information expressed in dollars would include, for example, the portion of management fees paid by the fund that directly compensates the investment fund manager for its services, the portion paid for operating expenses of the fund, and the portion that is used for distribution (such as all compensation paid to a dealer, including trailing commissions and sales commission, and marketing and promotional material). In addition, the CSA considered changing the term "trailing commissions", which is used in the fund facts and other reports provided to investors, to a more descriptive term such as "fees for advice and dealer services".

If implemented, the CSA expect that the disclosure enhancements could have the following benefits:

- investors may have greater fee awareness at the time of sale, which may also cause investors to consider the impact of the fees on their investment and/or the value of their advisor's advice before making an investment decision;
- investors may be prompted to ask more questions about the costs of the investment fund products being recommended and potentially ask for lower-cost alternatives; and
- to the extent that such disclosure leads advisors to recommend less expensive alternatives, competition among investment fund managers may be increased over time as managers may be pressured to lower costs to compete for market share.

Some drawbacks with this approach, however, would be that:

- investors may require a certain level of investment knowledge to fully understand and interpret the additional information to benefit from the added disclosure (especially when considered in the context of all of the other information provided in the fund facts document);

- the costs associated with the amendments may be burdensome and would be borne by investment fund managers (and ultimately, by fund securityholders);
- it may be difficult to compare information between different fund types (for example, between fixed income and equity funds); and
- it may suggest that fund types that typically have lower fees are better than fund types that typically have higher fees.

Why the CSA is not pursuing enhancements to disclosure

Provided that the disclosure is simple and easy to understand, the CSA anticipate that the enhancements discussed above may lead to greater fee awareness among investors, as investors would be provided with more prominent fee disclosure that would include additional information to help an investor assess the costs and performance of their investment (both at the time of sale and ongoing).

Notwithstanding the enhanced disclosure, the CSA chose not to proceed with this option as it does not anticipate that it will have any measurable effect in addressing any of the other investor protection and market efficiency issues identified by the CSA, particularly the conflicts of interest stemming from embedded commissions. In our view, and as discussed in more detail in Part 6, we think that disclosure alone may not be an effective remedy for conflicts of interest in an advisor-client relationship.

Moreover, the CSA do not believe it is prudent to pursue additional enhancements to disclosure until such time as the effectiveness of the current POS and CRM2 requirements has been tested through a post-implementation review.²⁴⁸

2. Investment Fund Manager Focused Initiatives

The CSA also considered implementing a number of targeted reforms at the investment fund manager level to help address the investor protection and market efficiency issues identified. The particular initiatives considered are discussed below.

i. Require a separate series or class of funds for each purchase option

One option considered was to require investment funds to maintain a separate series or class of securities for each available purpose option (i.e. front end sales charge, DSC and no load)²⁴⁹.

When an investment fund has multiple purchase options, part of the management fees earned by an investment fund manager are typically used to fund the payment of sales commissions to dealers on sales made under the DSC option. The cost of these commissions is commonly

²⁴⁸ The CSA recently began a multi-year research project to measure the impacts of CRM2 and POS on investors and the industry. See note 149.

²⁴⁹ We note that currently there are a few mutual funds that separate fund series by each purchase option (i.e. front end, no load, and DSC). In these instances, we note that pricing for the DSC/low-load series is generally greater than other series to reflect the higher distributions costs associated with this series.

allocated to the fund as a whole and, by consequence, all investors in the fund regardless of the purchase option they chose. As a result, investors who purchase under the front end load option (who generally make an upfront commission payment directly to the dealer at the time of purchase) bear the same management fee as those investors who purchase under the DSC option (who do not make such upfront payments because the dealer's commission is paid directly by the investment fund manager).

To the extent investment funds would be required to maintain a separate series or class of securities for each available purchase option, the CSA would expect the resulting benefits to be that:

- the management fee charged to the particular series or class would reflect the costs attributable to that particular series or class; and
- costs incurred by each series or class would be borne only by investors in that particular series or class, as opposed to all investors equally.

However, if this proposal was implemented, the CSA would expect some of the following drawbacks:

- a proliferation in the number of individual fund series currently offered by investment fund managers, which may negatively impact investors as it will add further complexity to the investment choice, and potentially reduce fee awareness due to the increased number of options;
- a fund facts document would be required for each purchase option as each purchase option would be an individual series. This requirement would lead to increased costs on the investment fund manager (and ultimately, fund securityholders) and require investors to refer to the prospectus to discern all of the other available purchase options, further adding to the complexity of this option; and
- there would be no guarantee that the pricing for the separate series or class would reflect only the costs attributable to that particular series or class.

ii. Require trailing commission and other embedded sales commissions to be charged as an expense of the fund

Another potential approach was to require all trailing commissions and other embedded commissions (such as sales commissions paid on DSC options) to be an expense of the fund. In particular, this option would require separation of the trailing commission from the management fee and require disclosure of any trailing commission paid as an individual, asset-based fee of the fund. This approach would be similar to the current practice in the U.S., where investment companies that pay trailing commissions to advisors bear an asset-based "12b-1 fee"²⁵⁰, which is separate and apart from the management fee and covers the cost of distribution.

²⁵⁰ Details regarding "12b-1 fees" may be found at: <https://www.sec.gov/answers/mffees.htm>.

If this approach was implemented, the CSA would expect the requirement to make all embedded costs, which would include the sales commissions paid on DSC options, an expense of the fund to:

- necessitate the separation of purchase options into individual series (leading to the same benefits and drawbacks as the option discussed above);
- provide investors with greater transparency of the actual costs of advice and fund management; and
- allow investors to have greater control over, and awareness of, the costs and advice of distribution (as any increases to the commission, which would be an expense of the fund, would be subject to security holder approval). Similarly, the fund's independent review committee would also be in a position to provide governance and oversight over any potential rate increases.

There would be, however, several drawbacks to this approach that may reduce its effectiveness. For example:

- it could potentially lead to negative tax implications at the fund level;
- the funds offered by vertically integrated fund managers who make transfer payments rather than pay trailing commissions to their affiliated dealers may appear to have lower distribution costs than funds offered by independent fund managers as there may be no trailing commission to disclose; and
- changes to transfer payments would also not be subject to securityholder or IRC approval, which would limit the governance and oversight, as well as investor control, over these types of embedded payments.

iii. *Require a standard class for DIY investors with no or reduced trailing commission*

A further option considered was to require each investment fund to have a low-cost, "execution only" series or class of securities available for direct purchase by DIY investors and to require discount dealers/brokerages to offer such series or class. This series or class could be made available to investors in a number of ways, including through discount brokerages as well as directly from the investment fund manager. Since DIY investors typically do not seek advice, this series or class would have a lower management fee to reflect that no, or nominal, trailing commissions are paid to advisors. While advice is not provided to investors in these instances, the CSA understand that any nominal trailing commission paid would cover the costs of administrative, compliance, and technological services provided by the dealer or manufacturer.

One potential benefit to this option would be that investors could choose to either: (a) use an advisor for the purchase of a fund and assume the higher costs associated with this choice; or (b) not use an advisor and have access to the same fund at a reduced cost. Accordingly, this option could:

- make the true costs of advice more apparent, which would allow those who use an advisor to better evaluate the value of the advice/services they receive;

- over time, lead investors to have greater awareness of, and control over, the level of fees paid with their investment; and
- improve the alignment between embedded dealer compensation paid and the services provided to DIY investors.

One potential significant drawback to this approach, however, is that it may not be feasible or possible for the CSA to compel investment fund managers to create a new “execution only” series; and/or compel dealers to distribute this type of series.²⁵¹

Why the CSA is not pursuing the investment fund manager focused initiatives

The CSA acknowledges that these options would appear to introduce a beneficial governance mechanism to the fee structure that could help mitigate the conflict of interest that embedded compensation raises for the investment fund manager, and also possibly improve the transparency and fairness of fees for some investors. However, the CSA chose not to proceed with these initiatives as we determined that the costs associated with these reforms would likely outweigh any potential benefit to be received. Moreover, these reforms would fail to directly address some of the important investor protection and market efficiency issues we have identified, in particular the bias that embedded compensation engenders in sales recommendations and its detrimental effect on investor outcomes and market efficiency.

The CSA also determined that to the extent the initiatives would respond to an issue, it would mainly do so for only a small part of the market (in particular DIY investors)²⁵². Moreover, these options would very likely add further complexity to our current fund fee structure through an expected significant increase in the number of new fund series, and fail to have a meaningful impact on competition.

3. Cap commissions

Another option considered by the CSA was the possibility of setting a maximum limit (i.e. cap) on embedded commissions that investment fund managers may pay to dealers/representatives. Under this option, dealer firms and their representatives would be free to directly charge their clients commissions or fees for their services, either as a supplement or a substitute to embedded commissions. The CSA considered that this option could also be a possible interim step toward an eventual discontinuation of embedded commissions.

²⁵¹ As further discussed in Part 4 of this Consultation Paper, we note that since 2012, certain investment fund managers have launched a series of securities for direct purchase for DIY investors (see for example, series D securities). However, the majority of mutual fund assets held in the discount brokerage channel still remain in a series that pay a full trailing commission. As a result, the CSA are of the view that this option could only reach its optimal effectiveness if investment fund managers are required to create, and dealers are required to sell, a discount series.

²⁵² According to *Investor Economics*, as at December 2015, only \$56 billion of investment fund assets were held through the online/discount brokerage channel.

A potential way to implement this option would be to limit the trailing commission rate payable from the investment fund manager's management fee revenue. This option could also be complemented by additional disclosure in fund offering documents that would plainly describe the fees charged as "ongoing sales commissions". In addition to, or as an alternative to, setting a cap on trailing commissions at the investment fund level, another potential option considered was to impose a cap on the aggregate sales charge (in terms of a total dollar value) that could be paid by an individual investor at the account level over the length of a fund investment. In this way, once the cap is reached, the investor's assets could be switched to a series or class of securities that does not have any ongoing trailing commission or other embedded commission payment, bringing certainty of costs to the investor.

The CSA anticipates the primary benefits of this option to be:

- standardization and reduction in the variability of trailing commissions across funds, which may reduce incentives for (a) dealers and their representatives to sell funds based primarily on the trailing commission, and (b) investment fund managers to rely on the trailing commission to attract and preserve assets under management;
- reduction of the incentive for dealers and their representatives to promote the use of DSC options as the offering of these options is likely to be reduced or possibly eliminated as a result of the cap on embedded commissions; and
- decreased fund costs (as DSC purchase options typically tend to be more costly to administer than front end or no load options, we would expect a modest decline of 15-25 bps based on the pricing practices of investment funds that separate these purchase options into unique series).

The shortcomings with this approach would be:

- as the payment of embedded commissions will continue to be permitted, they may continue to create a barrier to entry that may reduce the likelihood of lower-cost providers entering the market;
- the presence of embedded commissions may continue to make the fee structure more complex, which may continue to inhibit investors' understanding of such costs;
- embedded commissions will still remain a "one-size-fits-all" fee that may not align well with the services and advice actually provided to individual investors in accordance with their specific needs, expectations and preferences; and
- to the extent DSC options are reduced or eliminated, this approach would tend to place firms that rely on these options (e.g. independent investment fund managers and dealers) at a disadvantage relative to those that do not (e.g. integrated investment fund managers and dealers).

Why the CSA is not pursuing a fee cap

Despite the apparent benefits to this approach, it is not being further considered by the CSA at this time, either as a stand-alone option or as an interim step toward discontinuing embedded commissions because, as the shortcomings demonstrate, many of the issues we have identified would likely continue to persist in the presence of a fee cap.

This option would also cause the CSA to take a non-traditional role of setting fee caps for investment products, rather than implementing measures intended to promote market efficiency. Moreover, the CSA is not prepared to cap commissions due to the potential unintended consequences that may result from a cap. For example, research has shown that a price cap can indirectly cause average prices to rise.²⁵³ Accordingly, it would be very challenging to determine and justify the appropriate cap rate in the circumstances.

²⁵³ Mark Armstrong, *supra* note 184. At page 6, Armstrong states: “Although the direct effect of a price cap is to reduce prices, the indirect effect of reduced search lessens each firm’s demand elasticity so much that prices on average go up. This formalizes a claim sometimes made informally, which is that imposing price controls on an oligopoly market could raise equilibrium prices. One intuition for such a claim is that a price cap acts as a focal point for tacit collusion.”

APPENDIX C INTERNATIONAL MUTUAL FUND FEE REFORMS

Regulators of several international jurisdictions have implemented or are considering implementing regulatory reforms with a view to addressing some of the issues we discuss under Part 2 of this Consultation Paper. Below, we give an overview of the relevant reforms that have been implemented or proposed in the U.S., the U.K., Australia, New Zealand, Singapore, the European Union (EU), and in some of the EU's member states, namely the Netherlands, Germany and Sweden. We also give an account of their impact to date, as assessed further to initial post-implementation reviews.

1. United States

On April 6, 2016 the United States Department of Labor (**DOL**) issued a final rule to address conflicts of interest situations in the advisor-client relationship concerning the provision of retirement advice (the **Fiduciary Rule**).²⁵⁴

i. Scope of the regulation

The Fiduciary Rule significantly broadens the scope of who is considered a “fiduciary” under the *Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)*. Generally, and among other requirements, those who are considered fiduciaries will need to abide by a fiduciary standard in the provision of investment advice to retirement accounts.

ii. Overview of the regulation

Under the Fiduciary Rule, any individual receiving compensation for providing advice that is individualized or specifically directed to a particular plan sponsor (e.g. an employer with a retirement plan), plan participant, or Individual Retirement Account (**IRA**) owner for consideration in making a retirement investment decision is a fiduciary. Such decisions can include, but are not limited to, what assets to purchase or sell and whether to rollover from an employer-based plan to an IRA. The fiduciary can be a broker, registered investment advisor, insurance agent, or other type of advisor. Basic order-taking is not considered a fiduciary activity.

To the extent an advisor is considered a fiduciary under ERISA, the advisor will need to abide by a fiduciary standard. The advisor must also, among other requirements, either avoid payments that create conflicts of interest (including, for example, trailing commissions) or comply with certain exemptions that will mitigate the conflict. Among the available exemptions is the “Best Interest Contract Exemption” (the **BIC Exemption**).

The BIC Exemption allows advisors to continue to receive commission-based compensation provided that they meet certain conditions intended to mitigate the conflict created by such compensation. Generally, advisors must acknowledge fiduciary status, provide advice that is in

²⁵⁴ The Fiduciary Rule and summary by the DOL may be found at:
<http://www.dol.gov/ebsa/regs/conflictsofinterest.html>

their client's best interest, avoid making misleading statements, and receive no more than reasonable compensation. The firm must also ensure it has policies and procedures aimed at mitigating conflicts of interest, must not provide incentives to its employee advisors to make recommendations that are not in the client's best interest, and must ensure all conflicts of interest are disclosed.

iii. Impacts

As compliance with the Fiduciary Rule will not be required until April of 2017, and there will be a further transition period for many requirements of the BIC exemption to January 1, 2018, the impacts of the Fiduciary Rule have yet to be determined.

2. U.K. – Retail Distribution Review

On December 31, 2012, the predecessor of the Financial Conduct Authority (**FCA**), the Financial Services Authority, introduced new rules under their Retail Distribution Review (**RDR**) reforms that aimed to raise advisor qualifications levels, improve the transparency of advisor charging and services, and realign advisor incentives with those of consumers by removing the commission they received from product providers.

i. Scope of the regulation

The commission ban relates to retail investment products only (including, but not limited to, investment funds and life insurance with investment component). It excludes mortgages and pure protection products such as non-investment life insurance, critical illness and income protection insurance.

The commission ban originally applied in the case of any advisor (whether tied to or independent of a product provider) making a recommendation in respect of a retail investment product to a retail client. It requires advisors to be paid through fees charged directly to clients and not solicit or accept from providers any other commissions, remuneration or benefit of any kind (regardless of whether they intend to refund the payments or pass the benefits on to their retail clients). Ongoing commission payments generated by transactions entered into on or before the RDR entered into effect were not affected.

The commission ban was subsequently extended to retail platform service providers on April 6, 2014, with a sunset clause permitting ongoing commission payments generated by transactions executed on or before April 5, 2014 to continue until April 5, 2016 (when they were required to terminate).

ii. Overview of the regulation

The reforms under RDR introduce the following requirements:

- **Ban on conflicted advisor remuneration:** The rules require advisors to set their own charges for their services in agreement with their clients. Advisors may no longer receive commissions from product providers or commissions otherwise embedded in the cost of the product. Their charging structure must be based on the level of service they provide,

rather than the particular provider or product they recommend. Whether the charging structure is based on a fixed fee, an hourly rate or a percentage of funds invested is for the advisor to decide together with the client, provided the advisor always bears in mind its duty to act in the client's best interests.²⁵⁵ Ongoing fees are permitted only where a client is paying for an ongoing service that has been properly disclosed or where the product is one in which the client makes regular payments, and may be cancelled by the client at any time without penalty.

Consumers can choose to pay an advisor's fee separately from the payments for the product, or have the advisor's fee deducted from their investment/insurance contribution. The FCA allowed for **“provider facilitation” of payments** under which the customer agrees to payments with their intermediary, but it is the provider that delivers the payment to the intermediary, for example from premiums paid. If payment is to be taken from the investment, the product provider must obtain clear instructions from the client about the amount to be deducted.

- **“Independent” vs. “Restricted” advice:** The rules aim to ensure that investors understand the services they receive by requiring advisors to clearly describe their services as either “independent” or “restricted”. An “independent” advisor provides personal recommendations that are: (a) based on a comprehensive and fair analysis of the relevant market, and (b) unbiased and unrestricted. Where this test is not satisfied, an advisor offers “restricted” advice (e.g. advice limited to proprietary products or a reduced range of products).
- **Increased proficiency and professionalism:** The rules require that individual advisors meet higher proficiency requirements, subscribe to a code of ethics, carry out at least 35 hours of continuing professional development a year, and hold a statement of professional standing from an accredited body. Advisors that do not meet these standards are no longer able to make personal recommendations to retail customers since December 31, 2012.

The desired outcomes of the RDR were set out in a discussion paper (FSA DP07/01) and included, among others:

- standards of professionalism that inspire consumer confidence and build trust;
- an industry that engages with consumers in a clearer way about products and services; and
- compensation arrangements that allow competitive forces to work in favour of consumers.

²⁵⁵ In the U.K., the *Financial Conduct Authority Handbook* provides that all registrants must act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interest of the client. This best interest standard is qualified, however, since registrants are subject to a spectrum of requirements which vary according to the nature of the advice given to clients (“independent”, namely on a broad range of products, and “restricted”, namely on mainly proprietary or other specific products).

iii. Impacts

a. FCA – First stage of RDR post implementation review:

On December 16, 2014, the FCA published the findings from the first stage of its post implementation review.²⁵⁶ While the FCA cautioned that it is too early to obtain a definitive picture of the impact of RDR, the evidence from the first stage of the review showed a positive picture, with encouraging signs that the RDR is on track to deliver its objectives in many areas. The main findings are described below:

- **Reduced product bias:** The removal of commission paid by providers to advisors has reduced product bias from advisor recommendations, reflected in a decline in the sale of products which paid higher commissions pre-RDR and an increase in the sale of those which paid lower or no commission pre-RDR. This reduced bias has led to an increased focus by advisors on the provision of more holistic ongoing advice services and an enhanced quality of advice for at least some consumers.
- **Reduced product cost and improved competition:** Product prices have fallen by at least the amounts paid in commission pre-RDR, and there is evidence some product prices may have fallen even further. This is due in part to the introduction of simpler products and funds with lower fees and advisors and platforms exerting more competitive pressure on providers, with platforms increasingly able to negotiate lower product costs. The removal of the commission also means that providers who sold lower or no commission products pre-RDR (e.g. index tracker funds) are now competing on a more equal basis.
- **Higher advice costs for some:** Post-RDR, one-off charges appear in line with pre-RDR initial commissions paid to advisors and ongoing charges have increased relative to ongoing commissions for at least some firms and in some regions of the U.K. There however lacks a comprehensive evidence base (particularly for the pre-RDR period) to tell whether payments to advisors have increased more generally, or whether such changes will be long-term. A longer post-RDR trend in advisor charges will help inform this.
- **Number of firms/advisors not significantly impacted:** While there was some exit from the advisory business in the period leading up to RDR, by the banks and by some financial advisors (largely due to the requirement to meet higher proficiency requirements and also due to a number of market factors), there remains a large number of advisory firms and advisors to serve consumers. Average revenues and profitability of these advisory firms has increased.
- **Increased focus on higher wealth clients:** The reforms have led many firms to consider the fundamentals of their business models and make key changes, e.g. segmenting their

²⁵⁶ FCA, *Post-Implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1*, December 2014, <https://www.fca.org.uk/publication/research/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf>. The FCA commissioned external consultants Europe Economics to undertake the first phase of the review. Their full report is available here: <https://www.fca.org.uk/static/documents/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>.

customers, with some focusing on services to those with higher levels of investible assets and more complex (and profitable) investment advice needs.

- **Limited evidence of an “advice gap”:** There was limited evidence of an advice gap emerging for lower-wealth consumers as a result of some firms having moved to target higher net worth clients post RDR and not being able or willing to provide advice to consumers outside this segment. The evidence however suggested that the number of consumers affected by this was generally small and that these consumers were likely to have been picked up by other advisory firms. The FCA determined that there was little evidence that the availability of advice had reduced significantly as a result of the RDR, with the majority of advisors still willing and able to take on more clients. At the same time, there was evidence that consumers were increasingly buying products on a non-advised basis. The FCA also found that the group of consumers who seek advice but were not willing to pay the true cost of such advice on the grounds that it did not represent value for money was likely to have increased under the RDR. The FCA however pointed out that these consumers existed to a degree prior to the RDR and that it was arguable as to whether this group was in fact part of an “advice gap”. The FCA further noted that the increase in this group of consumers had been limited by the adoption by the majority of advisory firms of contingent charging structures rather than upfront fees. The FCA also noted the efforts they were making to increase the supply of lower-cost simplified advice to meet consumer demand.

The FCA expects to publish the next phase of its post-implementation review in 2017, which will allow it to draw from at least three years of evidence. A subsequent, third phase of the review will consider the longer-term implications.

b. HM Treasury and FCA – Financial Advice Market Review:

In the face of concerns of a potential advice gap for some consumers and a lack of engagement with financial services, the HM Treasury (HMT) and the FCA launched the Financial Advice Market Review (FAMR) with a consultation paper (**Call for input**) published on October 12, 2015²⁵⁷, seeking input on how to make financial advice work better for consumers. The aim of the review was to explore ways in which government, industry and regulators can take individual and collective steps to stimulate the development of a market which delivers affordable and accessible financial advice and guidance to everyone, at all stages of their lives.

The review explored the supply and demand sides of the market for financial advice and guidance, the barriers to providing these services and the potential remedies.

HMT and the FCA published the final FAMR report on March 14, 2016.²⁵⁸ Some of the report’s key findings include:

²⁵⁷ HM Treasury & FCA, FAMR – Financial Advice Market Review – Call for input, October 2015, <http://www.fca.org.uk/static/documents/famr-cfi.pdf>.

²⁵⁸ <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/famr-final-report.pdf>.

- **Access to advice:** Following the RDR, FAMR notes that the U.K. has a high quality financial advice market and that standards and professionalism in the industry have increased. The drive for higher standards and professionalism, along with other factors, has however contributed to a reduction in advisor numbers. The move to fee-based advice on retail investment products has improved transparency and eliminated conflicts of interest caused mainly by a commission-driven model. Nonetheless, advice is expensive and is not always cost-effective for consumers, particularly those seeking help in relation to smaller amounts of money or with simpler needs. It may not be economical for firms to serve consumers with lower amounts to invest or with simple needs. These changes have highlighted concerns that there is an advice gap in the U.K. as not all consumers can currently access the advice they need at a price they are willing or able to pay. FAMR also notes that the low levels of consumer demand for advice are also contributing to the advice gap. Such low demand is driven by several factors, including but not limited to high costs (especially relative to small amounts available to invest), limited confidence in engaging with financial issues, and a lack of trust following past instances of mis-selling.
- **Decline in advisor numbers:** The review notes a decline in advisor numbers over recent years (an approximate 23% decline of registered advisors between 2011 and 2014) for a range of reasons, including the introduction of the RDR. FAMR identifies that the majority of advisors exiting the market during this period were those employed by the banks and building societies. There are a number of reasons for these exits, including declining profitability of branch-based distribution models, a lesser role for branch-based activity, anticipation of the RDR and the consequences of past episodes of mass mis-selling (in terms of redress and reputational damage).
- **Services to mass market customers:** FAMR also identifies that banks, insurers and other large firms have, however, traditionally been more likely to serve mass-market customers with lower levels of wealth. The FCA's recent survey of advisors found that customers with pension wealth of less than £30,000 made up 27% of customers advised by medium or large advisory firms and 19% of customers advised by very small firms (those with only one or two advisors). This is likely to be because firms with high numbers of advisors are able to benefit from economies of scale, which make it possible to serve consumers with lower levels of affluence. Larger, more diversified financial services firms also benefit from having an existing customer base across which they can cross-sell their advisory services.
- **Cost of receiving advice:** FAMR notes that there are many consumers who would be willing to pay for advice but who are discouraged by higher prices. The responses received to the Call for input noted, among other things, that the perception and the reality of clients affect their willingness or their ability to pay fees for advice. FAMR also notes that it is currently difficult for the traditional model of advice to serve consumers economically at lower fee levels.
- **Cost of providing advice:** For the cost of providing advice, a 2016 industry survey of advice firms suggested that, over the last two years, the proportion of firms who ask for a minimum portfolio of more than £100,000 has more than doubled, from around 13% in

2013 to 32% in 2015. The FCA's recent survey of advisors also supports this, suggesting that 45% of firms very rarely advise customers on retirement income options, if those customers have small funds (i.e. less than £30,000) to invest. There are several reasons for this. A consistent theme emerging is that there are significant minimum costs per customer associated with supplying face-to-face advice which inevitably affect commercial decisions about whether to offer services to consumers with lower amounts to invest. It will also inevitably affect whether the consumer feels that the service they receive represents good value for money.

FAMR notes, however, that some larger firms have recently signalled a return to the advice market. In some cases this is being facilitated by effective and creative use of new technologies. A number of firms currently in the advice market are also planning to increase the number of customers they serve. The FCA's recent survey of advisors found that around 30% of firms surveyed expect to grow the number of advisors over the next year.

The FAMR's recommendations for tackling the barriers to consumers accessing advice fall into 3 key areas:

- **Providing affordable advice to consumers** – these recommendations include proposals to make the provision of advice and guidance to the mass market more cost-effective. FAMR makes a number of recommendations intended to allow firms to develop more streamlined services and engage with customers in a more engaging and effective way. These recommendations include a proposal that the FCA should set up a dedicated team to assist firms that are seeking to develop automated advice models to bring those to market more quickly;
- **Increasing the access to advice** – these recommendations are aimed at increasing consumer engagement and confidence in dealing with financial advice. FAMR proposes a number of measures to help consumers engage more effectively with advice. These recommendations include making their own information more easily available to those that advise them; the development of 'rules of thumb' and the use of nudges to encourage customers to seek support at key life stages and recommendations to help employers give more support to their staff in financial matters; and
- **Addressing industry concerns relating to liabilities and consumer redress** – these recommendations aim to address concerns about the boundary between regulated advice and more general forms of guidance. In particular, firms do not feel able to develop more streamlined advice services that meet simple consumer needs in the absence of clarity around the liabilities involved in providing simpler forms of advice or guidance. Firms consider that if streamlined advice services cannot be guaranteed to involve lower liabilities, it may not be commercially worth the risk to provide it. FAMR makes a number of recommendations to increase clarity and transparency about the way in which the Financial Ombudsman Service deals with consumer complaints. The report also includes proposals relating to the funding of the Financial Services Compensation Scheme to assist in managing longer term liabilities.

In June 2016, a Financial Advice Working Group was established to take forward the three recommendations outlined above. Since then, the FCA has set up an Advice Unit to provide regulatory feedback to firms developing automated models that seek to deliver lower-cost advice to consumers.²⁵⁹ In addition, HMT has issued a consultation looking to narrow the current definition of regulated investment advice.²⁶⁰

c. FCA – Retail Mediation Activities Return results:

In October 2016, the FCA issued a Data Bulletin²⁶¹ providing insights into the activities, revenue and charges of advice firms post RDR. These insights are based on the FCA's analysis of data from the Retail Mediation Activities Return, which is submitted by approximately 12,000 FCA regulated firms. The FCA's findings are:

- *Overall revenue:* Overall revenue from retail investment business increased by 16% between 2013 and 2015 and the number of firms increased by 6% over the same period;
- *Revenue from commission vs direct fees/charges:* In 2015, commission accounted for 31% of revenue earned and direct fees/charges accounted for 64%, compared to 2013 when commission accounted for 56% and direct fees/charges accounted for just 37%. The reduced but continuing revenue from commissions consists of legacy (pre-RDR) business which advice firms are allowed to continue to receive under RDR subject to certain conditions;
- *Type of advice:* 83% of retail advice firms report that they provide independent advice with only 14% providing restricted advice and 3% both types. However, restricted advice accounted for 62% of revenue from advisor charges (with independent advice at 38%). These numbers reflect that, although fewer in number, the restricted advice population includes some very large firms that account for a significant slice of the total business conducted;
- *Method of advisor payment:* Payments facilitated by product providers are the main form of advisor payment accounting for 81% of initial charges and 74% of ongoing charges, with 19% and 26% respectively being paid direct to the advisor by the client;
- *Charging method:* The main advisor charging methods include charging by the hour, as a percentage of investment value, fixed fee, or a combined charging structure, with the

²⁵⁹ Further details about the Advice Unit can be found here: <https://www.fca.org.uk/firms/project-innovate-and-innovation-hub/advice-unit>.

²⁶⁰ Further details of this consultation can be found here: <https://www.gov.uk/government/consultations/amending-the-definition-of-financial-advice-consultation/amending-the-definition-of-financial-advice-consultation>.

²⁶¹ FCA Data Bulletin, October 2016, Issue 7, <https://www.fca.org.uk/publication/data/data-bulletin-issue-7.pdf>

most typical charging method used being charging as a percentage of investment value. Some firms may use more than one method of charging;

- *Fee rates:* Where charging as a percentage of investment value, the average charges for initial advice are 1% (minimum) and 3% (maximum). For ongoing charges, the average rates are 0.5% (minimum) and 1% (maximum). Where charging an hourly fee, the most common hourly rate nationally is £150 per hour. National average minimum and maximum rates vary between £150 and £195 per hour, with regional variations in charges.

As for insights into the activities of product providers post-RDR, a sales activity report from the Investment Management Association²⁶² shows that from 2012 to 2015, gross retail sales of investment funds in the U.K. increased from £105.4 billion to £160.2 billion, a 52% increase.

3. Australia – Future of Financial Advice

The Future of Financial Advice Reforms (**FOFA**) came into effect in Australia on July 1, 2012. Its primary objective was to improve the quality of financial advice, and access to this advice for Australian consumers. Compliance with the new rules was voluntary in the first year of operation, and became compulsory from July 1, 2013.

i. Scope of the regulation

The regulation under FOFA applies to all advice given to retail clients on any retail financial product except non-life insurance products and basic banking products.

ii. Overview of the regulation

Key changes introduced under FOFA include those listed below:

- **Prospective ban on conflicted remuneration:** Any monetary or non-monetary benefits that could reasonably be expected to influence the distribution of, and advice to clients about, retail financial products are considered to be conflicted remuneration. There is a prospective ban on upfront and trailing commissions as well as a ban on any form of volume-based payments in relation to distribution and advice given on retail investment products. Commissions paid by product providers to advisors in relation to investments in place prior to the coming into force of the FOFA reforms are not banned and can continue to be paid. The key aim of this change is to ensure the interests of advisors and retail clients are more closely aligned, improving the quality of advice provided, as well as removing the potential for providers to influence the advisor's recommendation.

²⁶² The Investment Association, "Summary of UK Domiciled Unit Trust / OEIC Sales 2006-2016", <http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/press/2016/stats/stats0116-02.pdf>

- **Advisor charging regime:** Advisors are expected to agree on their fees directly with their clients, and disclose those fees in a clear manner. If an advisor is providing an ongoing service for which clients pay ongoing fees such as asset-based fees, they are required to ask clients to opt in (or renew) their advice agreement every two years. Moreover, advisors are prohibited from charging asset-based fees on borrowed amounts that are to be used to acquire financial products by or on behalf of a client. If a client has a portfolio of products purchased with a combination of borrowed and non-borrowed amounts, asset-based fees can be charged on the proportion of the portfolio purchased with non-borrowed amounts.
- **Statutory best interest duty:** Advisors are required to act in the best interests of their clients, subject to a 'reasonable steps' qualification²⁶³, and place the best interests of their clients ahead of their own when providing personal advice to retail clients.
- **Annual fee disclosure statement:** Advisors must give each client an annual statement containing information from the previous 12-month period about:
 - the amount of fees paid by the client;
 - the services that they were entitled to receive; and
 - the services that they did receive.

In 2014, a newly elected Australian Government introduced a Bill proposing several amendments to the new requirements under FOFA with the aim of streamlining the regulations and reducing compliance costs. In November 2015, the Senate passed a motion regarding the Bill, effectively disallowing a number of the proposed amendments, and otherwise implementing minor and technical changes,²⁶⁴ none of which eliminated or changed the above core elements of the FOFA reforms.

iii. Impacts: FOFA Post Implementation Review

On September 17, 2014, the Australian Securities and Investments Commission reported on the findings of its review of the implementation of the FOFA reforms.²⁶⁵ Key findings include:

- Most dealer registrants did not change their service offerings as a result of FOFA, although some indicated an increase in scaled advice;²⁶⁶

²⁶³ There is a safe harbour that advice providers can rely on if they can show that reasonable steps relating to know your client, know your product, suitability and proficiency are taken by the registrant.

²⁶⁴ For example, one amendment that was passed included an extension of the time for advisors to provide renewal opt-in notices and fee disclosure statements to retail clients from 30 to 60 days after the clients' renewal notice day.

²⁶⁵ ASIC Report 407, Review of the financial advice industry's implementation of the FOFA reforms, September 2014, <http://download.asic.gov.au/media/1845586/rep407-published-17-september-2014.pdf>. The findings in the report are based on ASIC's review of 60 registrants accounting for close to 10,000 advisors servicing 4.6 million retail clients.

- One-third of the registrants had changed the composition of their product shelf in light of the best interest duty and related FOFA obligations;²⁶⁷
- Advisor numbers had not changed;
- The advice industry remained concentrated,²⁶⁸ and registrants were often affiliated with issuers of financial products;²⁶⁹
- Most registrants reported changes to their revenue streams, with a reduction in commissions after the ban and an increase in advice fees;
- Most registrants stated the biggest challenges they had experienced in implementing the reforms related to the requirement to provide fee disclosure statements and the related changes they needed to make to their systems; and
- Registrants considered the best interest duty to pose a relatively high risk of non-compliance in the future. To mitigate this risk, registrants had revised their advice systems and procedures, and most were relying on the “reasonable steps” safe harbour provision to demonstrate their compliance with the best interests duty and related obligations.

4. New Zealand – Review of Financial Advisers Act 2008 and Financial Service Providers Act 2008

In July 2016, the Ministry of Business, Innovations and Employment (**MBIE**) of New Zealand published a review²⁷⁰ of two acts governing the financial advice industry, namely the Financial

²⁶⁶ The FOFA reforms allowed for “scaled advice”, being a form of personal advice that is limited in scope, either by being in response to a limited range of issues or by addressing a specific area of the investor’s needs (for example, insurance needs or saving for a home). ASIC stated its view that “scaled advice” must still be of the same high quality as more comprehensive advice and is therefore subject to the same legal requirements as advice that is fully comprehensive, including ensuring that the advice provided is in the best interests of the client.

²⁶⁷ Of the changes to approved product lists, 14% were decreases to the types and number of products, 11% related to benchmarking and only 4% increased the number or types of products.

²⁶⁸ Over 90% of the retail clients of licensees in the sample were clients of the 15 largest licensees (25% of the sample), with the remaining 75% of licensees in the sample accounting for just 10% of the clients.

²⁶⁹ For large firms, 25% of the products on their approved product lists were issued by related parties.

²⁷⁰ Ministry of Business, Innovation & Employment – Factsheet – Review of the operation of the Financial Advisers Act 2008 and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008 – July 2016, <http://www.mbie.govt.nz/info-services/business/business-law/financial-advisers/review-of-financial-advisers-act-2008/pdf-document-library/factsheet-review-fa-fspa-13-july-2016.pdf>.

See final report here: <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/business-law/Final%20report%20on%20the%20review%20of%20the%20FA%20and%20FSP%20Acts.pdf>.

Advisers Act 2008²⁷¹ and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008.

The 2016 review had four main objectives:

- Ensure consumers can access the financial advice they need;
- Improve the quality of financial advice;
- Be enabling and not impose any undue compliance costs, complexity or barriers to innovation; and
- Ensure access to redress.

The MBIE concluded that new reforms were needed to move the legislator's focus away from professionalizing advisors toward creating a level playing field of regulation for all those providing financial advice. The MBIE stated that the reforms were to be refined through consultations and would be officially introduced to the New Zealand legislative authorities at the end of 2016.

Currently the MBIE expects to make the following key changes to the legislation governing financial advice:

- **Removing some regulatory boundaries:** The requirement for advice tailored for a consumer to be provided by a natural person will be removed in order to enable robo-advisors to offer tailored advice;
- **Best-interest standard:** All individuals or robo-advisors providing financial advice will be required to place the interests of the consumer first and to only provide advice where competent to do so. All financial advice will also be subject to a Code of Conduct, where standards will be set that are consistent with those legislative obligations. In addition, a client-care obligation will also be introduced, requiring advisors to ensure that consumers are aware of the limitations of their advice, such as how many products and how many providers they have considered;
- **Professional designations:** To improve consumer understanding, current financial advisor designations will be replaced with simpler ones;
- **Disclosure:** More meaningful disclosure requirements for all types of advice will be introduced to improve consumer understanding and transparency. Disclosure will be simplified and shortened to include core information about the scope of service,

²⁷¹ The scope of the Financial Advisers Act encompasses advice for several financial products, including but not limited to debt securities, equity securities, managed investment products, investment-linked insurance contracts and derivative products. Section 18 of the Financial Advisers Act stipulates who is permitted to provide personalized service to retail clients in relation to certain financial products.

remuneration (including commissions) and competence, and would be available in user-friendly formats;

- **Licensing:** Anyone (or any robo-advisor) providing financial advice will need to be licensed. Licensing will be required at the firm level. There will be flexibility, depending on the size and nature of the firm, in how prospectus licensees will be expected to meet the licensing requirements;
- **Stronger connection to New Zealand:** To maintain the reliability of the regulation of New Zealand financial markets, firms will only be able to be licensed if they are in the business of providing financial services from a place of business in New Zealand or if they are providing services to New Zealanders.

In their review, the MBIE states that they will not prohibit sales commissions because they believe banning is not a 'silver bullet' that will improve the quality of advice. They recommend focusing on the conduct of those providing financial advice, rather than imposing a ban or restriction on commissions. They believe a ban might limit access to financial advice, especially when New Zealanders are already reluctant to pay for financial advice. The MBIE states that it also believes that banning commissions would not address conflicts of interest arising from soft-commissions, bonuses and the sale of proprietary products.

Nonetheless, the MBIE states that they will closely monitor the conduct of advisors, alongside the New Zealand Financial Market Authority, to determine whether their reforms will be sufficient to ensure consumers have access to quality and transparent financial advice.

5. Singapore

In March 2012, the Monetary Authority of Singapore (MAS) announced the launch of the Financial Advisory Industry Review (FAIR) with the aim of raising the standards of practice in the financial advisory industry and improving the efficiency in the distribution of life insurance and investment products in Singapore. A panel, chaired by MAS and comprising representatives from industry associations, consumer and investor bodies, academia, media, and other stakeholders (FAIR Panel), was formed in April 2012 to conduct the review. In January 2013, FAIR Panel released their recommendations²⁷² under the following key themes:

- raising the competence of financial advisors;
- raising the quality of financial advisory firms;
- making financial advising a dedicated service;
- lowering distribution costs; and
- promoting a culture of fair dealing.

²⁷² Monetary Authority of Singapore, *Consultation on Recommendations of the Financial Advisory Industry Review*, March 2013,

http://www.mas.gov.sg/~media/resource/publications/consult_papers/2013/5%20Mar%202013%20Consultation%20Paper%20on%20FAIR.pdf

In particular, the FAIR Panel recommended that financial advisory firms be prohibited from paying their financial advisors cash and non-cash incentives which are:

- tied to the sales volume of a specific investment product; and
- over and above the typical commissions paid to financial advisors for selling that investment product.

In response to the public consultation on the recommendation of the FAIR Panel, the MAS stated that they would not change the remuneration structure of financial advisors by capping or banning commissions²⁷³ for the following reasons:

- based on an April 2012 survey conducted by the MAS, 80% of respondents said they were not willing to pay an upfront fee for advice;
- the implementation of a fee-based regime could result in consumers needing to pay more for their protection or investment needs, especially for consumers with smaller investments; and
- there could be other unintended consequences, such as a reduction in the number of financial advisors in the industry, exacerbating the lack of financial and protection planning by consumers.

The MAS stated that they will take into consideration the effectiveness of the current measures and the experience of other jurisdictions with a mandated fee-based regime.

In 2015, under the New Financial Advisers Remuneration and Incentive Regulations, the MAS introduced a cap on specified commissions that financial advisors can receive from sales of life insurance policies²⁷⁴. This rule was due to come into force in January 2016, but its implementation has been delayed until January 2017 further to the industry's request for more time to implement the changes.

6. European Union – Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)

MiFID II is designed to take into account developments in the trading environment since the implementation of MiFID in November 2007 and, in light of the financial crisis, to improve the functioning of financial markets making them more efficient, resilient and transparent. MiFID II came into force on July 2, 2014, and is required to be transposed into national law by Member

²⁷³ Monetary Authority of Singapore, *Response to Feedback Received – Public Consultation on Recommendations of the Financial Advisory Industry Review*, September 2013, page 55, <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Response%20to%20Feedback%20Received%20on%20Public%20Consultation%20on%20Recommendations%20of%20the%20Financial%20Advisory%20Industry%20Review.pdf>

²⁷⁴ Additional information is available here: <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/2015/explanatory-brief-financial-advisers-amendment-bill-2015-and-insurance-bill-2015.aspx> and here: <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Annex%2017%20New%20Financial%20Advisers%20Remuneration%20and%20Incentive%20Regulations.pdf>.

States by July 3, 2017, and must generally apply within European Union Member States by January 3, 2018.²⁷⁵

i. Scope of the regulation

MiFID II introduces new investor protection measures, which include, among other changes, a ban on inducements for independent advisors and portfolio managers (discretionary investment management). The ban applies to all “financial instruments” within the scope of MiFID II that they sell to both institutional and retail clients (including, but not limited to, funds).

ii. Overview of the regulation

Some of the key investor protection measures introduced by MiFID II include those listed below:

- **Ban on inducements:** Firms providing independent advice or portfolio management may not accept and retain²⁷⁶ any fees, commission, or monetary or non-monetary benefits from third parties in relation to the advice or service. Minor non-monetary benefits from third parties (such as training on the features of a product) are permitted, provided they are: (a) capable of enhancing the quality of service provided to a client; (b) of a scale and nature such that they could not be judged to impair compliance with the firm’s duty to act in the best interest of the client; and (c) are clearly disclosed. Commissions on non-independent advice (e.g. in respect of in-house products) are still allowed. However, any such commissions must: (a) be designed to enhance the quality of the relevant service to the client; (b) not impair compliance with the firm’s duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interest of its clients; and (c) be clearly disclosed to the client, in a manner that is comprehensive, accurate and understandable, prior to the provision of the relevant service.
- **Independent vs non-independent advice:** Firms must tell clients in advance whether their advice is provided on an independent basis or a more restricted analysis of the market and, in particular, whether the range is limited to financial instruments issued or provided by related entities. Firms that provide advice on an independent basis must assess a sufficiently large number and diversity of financial instruments available on the market and should not limit the range to instruments issued by the firm or related entities.
- **Bundled services:** Firms have to inform clients whether they can buy the different components of a bundled service separately, providing information about costs and charges in respect of each component.
- **Suitability:** Existing suitability requirements applying to investment firms providing investment advice or portfolio management are enhanced with the requirement to now

²⁷⁵ For more details of the regulation, consult the website of the European Commission at: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm.

²⁷⁶ Firms may accept compensation from third parties if that compensation is passed through to the client in its entirety and hence is not retained by the firm.

take into account the client's risk tolerance and ability to bear losses.²⁷⁷ In addition, when an investment firm recommends a bundled package of services or products, the overall package must be suitable. And finally, firms providing investment advice must provide clients a suitability report before the transaction is made or immediately after the client becomes bound, specifying how the advice given meets the preferences, objectives, and other characteristics of the client.

- **Information on costs and charges:** Information on all costs and charges, including the cost of advice and the cost of the product must be disclosed, the method of payment stated, along with details of any third-party payments. All costs and charges should be aggregated so the client understands the overall cost as well as the cumulative effect on the return of the investment (with an itemized breakdown should a client request it). Information about costs and charges is to be provided, where applicable, at least annually post-sale.
- **Product governance:** Manufacturers of financial instruments will have to maintain a product approval process that will identify the target market for each product and assess all relevant risks. Firms that offer such products but do not manufacture them will have to understand the features of those products, including the identified target market.

iii. Impacts

As the new requirements won't apply until 2018, the impacts of these new measures remain to be determined.

7. Netherlands – Ban on commissions (*provisieverbod*)

On January 1, 2013, the Netherlands Authority for the Financial Markets (**AFM**) introduced a complete ban on commissions on financial products outside the scope of the original EU Markets in Financial Instruments Directive (**MiFID**), such as mortgages and life insurance, with the aim of achieving a cultural shift from product-driven sales of financial products toward client-centered advice. On January 1, 2014, the ban was extended to all retail investment services (e.g. investment advice (whether independent or restricted), execution-only and (individual) portfolio management) in respect of financial instruments within the scope of MiFID, such as funds.

i. Scope of the regulation

The ban on commissions now applies to all financial products sold by way of (individual) portfolio management, investment advice or execution only. The products covered by the ban include mortgages, insurance (except property and casualty insurance)²⁷⁸, savings products such as annuities, and investment funds.

²⁷⁷ Current suitability requirements under MiFID include the requirement to obtain information regarding the client's knowledge and experience, their financial situation and investment objectives.

²⁷⁸ In determining which products should be covered by the ban, the Minister of Finance considered both (i) product complexity and (ii) the intensity of competition in the market for products. If a product was found to be subject to

ii. Overview of the regulation

The key elements of the reforms include those listed below:

- **Ban on inducements:** Commission payments on all financial products are banned.²⁷⁹ Advisors have to set distinct prices for advice and intermediation. Fees are agreed between the intermediaries and consumers. To help consumers spread the cost of distribution over time, intermediaries and consumers can agree on the fee payment being spread over a set period (maximum 24 months).
- **'Cost price' approach:** Fees charged for advice have to cover the costs incurred in the process of giving the advice. Providers of financial products who are also advisors (direct sales) are also required to ensure that fees for advice/intermediation are cost-effective, and that they do not fall below the direct cost of providing the advice/arranging the intermediation.
- **Remuneration transparency:** Advisors must prepare a summary disclosure document which presents:
 - Information on the fees they charge (for an average customer);
 - The type and scope of their advice; and
 - The costs they incur.

The document must be provided to investors prior to a transaction and is intended to allow investors to more easily compare costs and the scope of advice across different advisors.

- **Knowledge and experience test for execution only:** Consumers who declare their intention to purchase execution-only financial services must first pass a knowledge and experience test to show they have sufficient knowledge and experience to purchase financial services execution-only.²⁸⁰

iii. Impacts

strong competition among providers, and consumers were found to have a good understanding of these products and awareness of there being multiple providers, the product was excluded from the ban. As a result, while motor vehicle and content and liability insurance are excluded from the ban, life insurance and funeral insurance are not.

²⁷⁹ The key elements of the reforms are discussed in a report by Oxera Consulting, "Regulating remuneration systems: effective distribution of financial products", January 2015, at pages 24 to 29, http://www.oxera.com/getmedia/c28539cd-c6dc-42e4-9940-a624b0ff47ea/Remuneration-systems_Final-report_Jan2015.pdf.aspx?ext=.pdf.

²⁸⁰ The AFM has indicated that, while it allows consumers to purchase financial products without purchasing financial advice (execution-only), it believes that such advice should be recommended to most consumers, particularly if the financial products are complex. In response to concerns that requiring consumers to pay for advice could lead to an unwarranted increased demand for execution-only products, the AFM introduced a knowledge and experience test. It is unclear how the AFM is enforcing this requirement.

During the 2009-2013 period, various related pieces of regulation were implemented in Netherlands, which makes it challenging to separate the effects of the ban and other pieces of regulation. The market for financial advice appears to have consolidated over recent years. This development cannot however necessarily be attributed to the ban on commissions as the trend towards consolidation had already begun before implementation of the ban. A full assessment of the impact of the ban is expected to be undertaken in the first half of 2017. Anecdotal evidence to date suggests that:

- the ban may have caused a reduction in fees for advice; and
- consumers may be somewhat reluctant to pay for advice, and may be purchasing less advice. Evidence in both mortgages and annuities suggests that consumers are opting for execution-only more frequently.

8. *Germany – Strengthening Investor Protection Act and Fee-Based Financial Advice Act*

In the wake of the 2007-2008 financial crisis, the German Federal Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, or **BaFin**), introduced a series of reforms aimed at improving the quality of financial advice that retail consumers receive. Specifically, the Act relating to Strengthening Investor Protection and Improving the Functionality of the Capital Market (**Strengthening Investor Protection Act**) became effective in November 2012. This reform was followed by the Act on the Promotion and Regulation of Fee-Based Investment Advice regarding Financial Instruments (**Fee-Based Investment Advice Act**), which came into force in August 2014.

i. Scope of the regulation

The new rules aim to improve the quality of advice by increasing advisor monitoring and advisor qualifications, as well as increasing the transparency of fees and commissions paid for investment advice.²⁸¹

ii. Overview of the regulation

The Strengthening Investor Protection Act contained the following three key provisions targeting financial advice:

- **Product information sheet:** Financial advisors must provide their clients with a short product information sheet for each investment product advised to purchase. The product information sheet should contain all the information required for an investor to make an informed comparison across financial instruments, including the nature of the recommended financial instrument, how it works, and its associated costs and risks;

²⁸¹ Additional information is available here:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1407_honorar-anlageberatung_en.html and in a report by RAND, “Financial Advice Markets: a cross-country comparison”, Jeremy Burke, Angela A. Hung, October 2015, at pages 14 to 16, http://www.rand.org/pubs/research_reports/RR1269.html.

- **Increased advisor monitoring:** Institutions must disclose to BaFin the individual employees who provide financial advice to clients and all complaints lodged against an advisor based on the advice provided. With this information, BaFin created a database to monitor and respond to abuses;
- **Increased advisor qualifications:** Financial institutions must ensure that their advisors have sufficient expertise to provide financial advice. In particular, all advisors must have expertise in contract law and securities law and be knowledgeable about the functioning, risks, and costs of the financial instruments on which they advise.

Commission-based investment advice is the predominant model in the German market. BaFin found that although advisors are legally obligated to disclose to clients any inducements received from product providers or issuers of financial instruments, many clients remain unaware of that conflict. The Fee-Based Financial Advice Act was introduced with the aim of increasing transparency about advisor compensation and promoting non-conflicted advice. The regulation introduced “fee-based investment advice” as a legally protected designation and imposed specific restrictions on those seeking to become fee-only advisors.

In order to designate their services as “fee-based investment advice”, financial institutions must register with BaFin by submitting an audit certificate establishing that their advisors meet the following requirements:

- **Remunerated only by the client:** To promote non-conflicted financial advice, fee-only financial advisors must receive remuneration directly from their clients and may not receive inducements from third parties;²⁸²
- **Adequate range of offered financial products:** The range of offerings which the advisor’s recommendations are based on must be sufficiently diversified with regards to providers and issuers of financial instruments. If associated with a product provider, financial advisors must ensure that their range of financial products is large enough to provide their clients with suitable recommendations. Fee-based investment advisors are prohibited from offering only financial instruments from sellers or issuers who are closely affiliated with the advisor’s investment firm or with which they are otherwise economically linked. In all cases, the advice provided must be market-oriented;
- **Disclosure of manufacturer affiliation:** If affiliated with a product manufacturer, financial advisors must disclose that affiliation to their clients;
- **Functionality and organizational separation:** Financial institutions providing fee-based investment advice must segregate fee-only advisors from conventional advisors to help ensure that fee-based investment advice is not influenced by commissions-based

²⁸² When neither the recommended financial instrument nor a comparable suitable one is available free of commission, the fee-based investment advisor can make the recommendation and any commissions received must be passed on to the client in full immediately after they are received.

investment advice. In addition, firms are preventing from setting sales targets for their fee-only advisors that may conflict with the interests of clients.

To promote and ensure access to the new legally protected “fee-based advisors”, BaFin created a publicly available registry of certified fee-only advisors for German investors to consult.

iii. Impacts

The specific impacts of the reforms are unknown at this time.

9. Sweden – Proposal to ban commissions in the financial industry

On February 3, 2016, *Finansinspektionen*, the Swedish financial supervisory authority (**FI**), published a report on its investigations and research on how to improve the Swedish savings market.²⁸³ FI witnessed problems on the savings market that are due to the conflicts of interests that arise when advisors and intermediaries receive payments from the product provider in the form of commissions. FI notes that the size of these commissions varies a significantly depending on the product and the firm, which gives rise to a conflict of interest that is very difficult to manage. Their investigations showed that funds that are sold through advisors have higher fees than those sold through, for example, fund trading platforms. FI states that the current rules regarding the management of conflicts of interest as well as the self-regulation initiatives of the financial advisory industry were insufficient to tackle the identified issues and proposed to impose a ban on all types of commissions.

i. Scope of the proposal

FI proposed to ban all commissions for investment advice, portfolio management, as well as for life insurance with an investment component, as a necessary step towards a better functioning savings market even if such a ban would not solve all the problems facing Swedish savers.

ii. Overview of the proposal

The Swedish authority stated its reasons behind its proposal and tackled the concerns voiced about a ban of commissions and its possible consequences. Some of its conclusions are as follows:

- **Market failure:** Consumers in the savings market are at an information disadvantage in relation to the firms that offer financial services and products. They are unable to judge the quality or price of products and services which prevents them from influencing the market. Financial advice today exacerbates consumers’ information disadvantage because it is influenced by the size of commissions paid by producers instead of the needs of the consumer.

²⁸³ Finansinspektionen – *A Necessary Step for a Better Savings Market*, February 3 2016, http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/2016/battre_sparandemarknad_engNY.pdf

- **Harming competition:** There are concerns that a commission ban could harm competition in the advisory market by favouring large banks. On the contrary, FI finds that a ban would be a necessary step to improve competition by forcing independent advisors to offer truly independent advice and to challenge the banks' dominance on the advisory market.
- **Major industry adjustments:** A commission ban would entail major adjustments and transition costs for the Swedish financial industry. With transparent pricing, firms providing financial advice will need to demonstrate what value they are adding whereas product providers that pay high commissions to get their products onto the market will instead have to compete on pricing and quality. FI believes this will lead to simplified advisory services and an increased range of lower-fee products and argues that the gains from a better functioning savings market will outweigh the transition costs on the long term.
- **Advice gap:** With respect to concerns that a commission ban would potentially cause firms to no longer offer advice and result in a shortage in the supply of advisory services to consumers with modest assets, FI finds no empirical proof that this would be the case. FI also notes that to argue against a ban on commissions on the basis that consumers won't be willing to pay a price which they have always been paying, but which is now clearly visible, is not a good argument. In FI's view, clear pricing creates possibilities for consumers to influence the supply of advisory services. If advice, as it looks today, is perceived to be expensive in relation to the value it provides, there is an opportunity for other types of advisory services to emerge – services that are more cost-efficient and adapted to consumers' willingness to pay. Accordingly, FI finds that transparent pricing for advice can lead to simplified advisory services that are more adapted to consumers' needs.

On May 24, 2016, Sweden's minister of Financial and Consumer Affairs communicated that the government will be proposing legislation in response to the EU directives such as MiFID II and the Insurance Distribution Directive, but that the government would not introduce a general ban on third party remuneration or commissions at this stage.²⁸⁴

²⁸⁴ Jonathan Boyd, "Swedish government proposes not to ban commission-led sales", *Investment Europe*, (May 24, 2016), <http://www.investmenteurope.net/regions/sweden/finland/norway/swedish-government-proposes-not-ban-commission-led-sales/>

APPENDIX D SUMMARY OF CONSULTATION QUESTIONS

Part 2

1. Do you agree with the issues described in this Part? Why or why not?
2. Are there other significant issues or harms related to embedded commissions? Please provide data to support your argument where possible.
3. Are there significant benefits to embedded commissions such as access to advice, efficiency and cost effectiveness of business models, and heightened competition that may outweigh the issues or harms of embedded commissions in some or all circumstances? Please provide data to support your argument where possible.

Part 3

4. For each of the following investment products, whether sold under a prospectus or in the exempt market under a prospectus exemption:
 - mutual fund
 - non-redeemable investment fund
 - structured note
 should the product be subject to the discontinuation of embedded commissions? If not:
 - a. What would be the policy rationale for excluding it?
 - b. What would be the risk of regulatory arbitrage occurring in the exempt market if embedded commissions were discontinued for the product only when sold under prospectus?
5. Are there specific types of mutual funds, non-redeemable investment funds or structured notes that should not be subject to the discontinuation of embedded commissions? Why?
6. Are there other types of investment products that should be subject to the discontinuation of embedded commissions? Why?
7. Do you agree with the discontinuation of all payments made by persons other than the investor in connection with the purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note? Why or why not?
8. Are there other fees or payments that we should consider discontinuing in connection with the purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note, including:
 - a. the payment of money and the provision of non-monetary benefits by investment fund managers to dealers and representatives in connection with marketing and educational practices under Part 5 of Regulation 81-105;

- b. referral fees; and
- c. underwriting commissions

Why? What is the risk and magnitude of regulatory arbitrage through these types of fees and commissions?

9. If payments and non-monetary benefits to dealers and representatives for marketing and educational practices under Part 5 of Regulation 81-105 are maintained further to the discontinuation of embedded commissions, should we change the scope of those payments and benefits in any way? If so, why?
10. With respect to internal transfer payments:
 - a. How effective is Regulation 81-105 in regulating payments within integrated financial service providers such that there is a level playing field for proprietary funds and third party funds?
 - b. Should internal transfer payments to dealers within integrated financial service providers that are tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note be discontinued? Why or why not? To what extent do integrated financial service providers directly or indirectly provide internal transfer payments to their affiliated dealers and their representatives to incent the distribution of their products?
 - c. Are there types of internal transfer payments that are not tied to an investor's purchase or continued ownership of an investment fund security or structured note that should be discontinued?
11. If we were to discontinue embedded commissions, please comment on whether we should allow investment fund managers or structured note issuers to facilitate investors' payment of dealer compensation by collecting it from the investor's investment and remitting it to the dealer on the investor's behalf.

Part 4

Addressing the issues

12. Based on a consideration of the data and evidence provided in this Part, would a proposal to discontinue embedded commissions address the three key investor protection and market efficiency issues discussed in Part 2?
13. Are there other ways in which the CSA could address these issues that could be introduced in conjunction with, or separate from, the discontinuation of embedded commissions?
14. Are there other conflicts of interest that could emerge following a transition to direct pay arrangements that would not be addressed in the current securities regulation framework?

Change in investor experience and outcomes

15. What effect do you think the removal of embedded commissions will have on investor experience and outcomes? In particular:

- Will investors receive advice and financial services that are more aligned with the fees they pay?
- What effect will the proposal have on the growth of automated advice? Is this likely to be beneficial to investors?
- Is discretionary advice likely to increase in Canada as we have seen in the other markets that have transitioned away from embedded commissions and, if so, would this shift be positive or negative for investors?
- What effect will the proposal have on the growth of the online/discount brokerage channel and cost of fund products offered in this channel? Is this likely to be beneficial to investors?
- What effect will the proposal have on the cost and scope of advice provided to specific investor segments?

16. What types of payment arrangements are likely to result if this proposal is adopted? In particular:

- Would the payment arrangements offered by dealers to investors differ based on investor segment? If so, how and why?

17. Do you think this proposal will lead to an advice gap? In particular:

- Which segments of the market are likely to be affected? Please consider segmentation by wealth, geography (size and location of community e.g. remote, small, medium, large), age, technological sophistication, the level of fund ownership across households, etc.
- Do you agree with our definition of an advice gap?
- Should we differentiate between an advice gap for face-to-face advice and an advice gap generally?
- What types of advice or services currently provided today would be most affected by the proposal?
- Are there any potential interactions between this proposal, existing reforms such as CRM2 and other potential reforms such as CSA CP 33-404 that may affect the size of any potential advice gap?
- How could a potential advice gap, face-to-face advice gap or financial service gap be mitigated?
- Do you think that online advice could mitigate an advice gap? If so, how?
- Do you think that the significant market share of deposit-taker owned and insurer-owned dealers in fund distribution in Canada will affect the size or likelihood of an advice gap to develop?

Industry change independent of regulatory response to discontinue embedded commissions

18. Given some of the changes we have seen in the industry over the past few years (fee reductions, introduction of DIY series, streamlining of fund series, automatic fee reductions increasing access to fee-based options etc.), what is the likelihood that the fund industry will transition away from embedded commissions without regulatory action? In particular:
- Will the industry continue to transition away from embedded commissions if the CSA does not move forward with the proposal?
19. How accurate is Figure 8 regarding the purchase options available to fund investors by channel, account size and firm type? In particular:
- Do you see payment options and business models evolving at present?
 - How are they likely to change over time if the CSA were to choose not to move forward with the proposal?
20. We note that the distribution of fee-based series is still relatively limited in Canada versus other markets. Are there obstacles (structural, operational, regulatory, investor demand, etc.) specific to Canada limiting the use of fee-based series by dealers?

Potential impact on competition and market structure

21. Please describe how discontinuing embedded commissions will affect competition and market structure and whether you agree with the analysis set out in Part 4? In particular:
- Do you think the proposal will have an impact on the level of industry consolidation or integration? What about with respect to the concentration of mass-market investor assets held in investment products managed by deposit-taker owned firms?
 - What are the likely impacts on investor outcomes and market efficiency of any potential consolidation?
 - What opportunities and what challenges do you think the proposal would introduce for specific industry stakeholder groups?
 - Independent dealers?
 - Independent fund manufacturers?
 - Integrated financial service providers?
 - Mutual fund dealers?
 - IIROC dealers?
 - Online/discount brokers?
 - What is the likelihood and magnitude of regulatory arbitrage across similar financial products such as segregated funds and deposit-taker products?
 - What would be the impact on dually-licensed mutual fund dealers and insurance agents?
 - Will the proposal lead new, lower-cost entrants to the market? Why and how?

- Does the interaction between this proposal and the proposals set out in CSA CP 33-404 change your responses to the questions above and, if so, how?
 - Will a transition away from embedded commissions reduce fund series and fee complexity, as we have contemplated?
 - Do integrated financial service providers have an advantage in terms of their ability to cross-sell and cross-subsidize across business lines? If so, how?
 - What are the potential effects on competition of the rise in online advice? Are these effects likely to be large and positive?
22. What impact will the proposal have on back office service processes at the investment fund manager or at the fund dealer? In particular:
- Is there any specific operational or technological impact that we should take into consideration?
23. The payment of embedded commissions requires the dealer and the investment fund manager to implement controls and oversight (with associated compliance costs) in order to mitigate the inherent conflicts of interest today.
- Would the transition to direct pay arrangements alleviate the need for some of these controls and oversight?
 - To what extent, if any, does the use of direct pay arrangements by representatives today (e.g. when a representative provides services under a fee-based arrangement) alleviate the need for some of these controls and oversight?
24. Embedded commissions, especially trailing commissions, provide a steady source of revenue for dealers and their representatives. If embedded commissions were discontinued, would dealers be able to compensate for the loss of this revenue with direct pay arrangements?
25. Aside from commission grids and salaries, what other approaches to representative compensation might dealers use if we were to discontinue embedded commissions? How are these approaches likely to change over time?
26. What impact will the proposal have on representatives in the industry? In particular, what impact will the proposal have on the:
- career path;
 - attractiveness of the job;
 - typical profile of individuals attracted to the career;
 - recruitment; and
 - relative attractiveness of careers in competing financial service business lines?

Part 5

27. How practicable are the mitigation measures discussed and how effective would these measures be at assuring:
- access to advice for investors,

- choice of payment arrangements for all investor segments, and
 - a level playing field amongst competing investment products?
28. What other measures should the CSA consider to mitigate the above unintended consequences?
29. Other than the potential impacts we have identified in Part 4, what other potential unintended consequences, including operational impacts and tax consequences, may arise for fund industry stakeholders and investors further to the discontinuation of embedded commissions? In particular:
- Would there be a negative tax impact to investors associated with their payment of dealer compensation under direct pay arrangements? In particular, would the investor's payment of dealer compensation through periodic fund redemptions facilitated by the investment fund manager attract tax consequences? Please explain.
 - To the extent a transition to direct pay arrangements results in the rationalization of fund series, could this rationalization attract negative tax consequences for investors?
 - What, if any, measures, regulatory or otherwise, could assist in mitigating potential operational and tax impacts?
30. With respect to the loss of a form of cross-subsidy from high net worth investors to lower-wealth investors in a fund further to a transition to direct pay arrangements,
- to what extent (please quantify where possible) would the loss of this cross-subsidy increase the cost of providing advice and services to lower-wealth fund investors under direct pay arrangements?;
 - does the existence of this form of cross-subsidy suggest that high net worth fund investors may be indirectly paying fees that are not aligned with the services they are receiving (i.e. do the fees they pay exceed the actual cost of the services and advice they receive?); and
 - what measures may mitigate the potential effects on dealers, representatives and investors from the loss of the cross-subsidy?
31. What measures could fund industry participants proactively take to mitigate the unintended consequences that may stem from the discontinuation of embedded commissions?
32. For each transition option, please tell us how your business (investment fund manager or dealer) would have to operationally change or restructure in terms of systems and processes and the related cost implications. Where possible, please provide data on the estimated costs.
- Are there unique costs or challenges to specific businesses?
 - What transition period would be appropriate?

- Should existing redemption schedules for DSC and low-load purchase options be maintained until the redemption schedule is completed, or discontinued at the Transition Date?

33. Which transition option would you prefer? Why? Are there alternative transition options that we should consider?

34. As discussed in Appendix B, the CSA did not retain the option of capping embedded commissions, either as a stand-alone solution to the key issues discussed in Part 2 or as an interim step toward an eventual discontinuation of embedded commissions. Should the CSA further consider using a fee cap as a transition measure? Why?

Part 6

35. Please explain whether you think each of the initiatives discussed above will, either alone or in combination:

- address the three investor protection and market efficiency issues and their sub-issues identified in Part 2; and
- address or not address any additional harms or issues that you have identified.

36. Are there alternative options or measures, whether regulatory or market-led, that could successfully address the three investor protection and market efficiency issues and their sub-issues identified in Part 2. If so, please explain.

6.2.2 Publication

Aucune information.