



PAR COURRIEL
Consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Québec, ce 8 juin 2017

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

**OBJET : Document de consultation 81-408 des ACVM – Consultation sur l’option
d’abandonner les commissions intégrées.**

Me Beaudoin,

Il nous fait plaisir de vous transmettre nos commentaires en lien avec la consultation mentionnée en exergue.

Préambule

MICA Capital Inc. est un cabinet de services financiers inscrit auprès de l’Autorité des marchés financiers au Québec à titre, entre autre, de courtier en épargne collective et en marché dispensé. Environ 180 représentants y sont rattachés et œuvrent sur tout le territoire québécois. Cette entreprise est la propriété d’intérêts privés et n’est donc pas la propriété d’une compagnie d’assurances ni d’une institution financière. Elle existe depuis maintenant plus de 30 ans.

MICA Capital Inc. permet de distribuer, par l’entremise de ses représentants, les fonds mutuels de plus de 60 sociétés de fonds d’investissement différentes ainsi que les produits du marché dispensé d’une dizaine d’émetteurs. Nous n’émettons aucun produit et ne distribuons donc aucun produit « maison ». Par ailleurs, MICA n’est pas membre de l’ACFM (MFDA).

Nous sommes particulièrement interpellés par le sujet soulevé par votre document de consultation relatif à l'option d'abandonner les commissions intégrées.

Nous avons d'ailleurs lu avec grand intérêt le contenu du document de consultation publié le 10 janvier 2017.

Nous tenons à vous remercier de nous donner l'opportunité de faire valoir notre position, nos arguments ainsi que nos pistes de solutions envisageables. La volonté manifestée d'obtenir les commentaires des intervenants de l'industrie démontre un souci d'être à l'écoute des principaux intéressés et nous l'apprécions.

Introduction et mise en contexte du présent mémoire

Nous avons choisi de ne pas répondre à chacune des questions soumises telles que présentées dans le document de consultation. Nous préférons cerner les enjeux au cœur de cette réforme proposée et nous attarder aux conséquences négatives d'une éventuelle abolition des commissions intégrées. Par le présent document, nous souhaitons mettre en lumière des solutions que nous proposerons qui, si elles étaient appliquées, répondraient mieux aux impératifs de transparence, d'efficacité des marchés et aux intérêts des consommateurs.

Nous sommes d'opinion que l'abolition des commissions intégrées soulève des enjeux de société fondamentaux et prétendons que les organismes réglementaires, avant d'aller de l'avant vers une telle abolition, se doivent de bien mesurer les impacts possibles futurs sur notre société au sens large. Outre le fait que les organismes réglementaires ont comme principales missions de veiller à la protection des consommateurs et de s'assurer de l'efficacité des marchés financiers, elles ne doivent pas faire abstraction de leur rôle social et des impacts que leurs décisions peuvent avoir sur notre société, à court, moyen ou long terme.

D'emblée, nous affirmons ceci :

- Le focus de la présente consultation porte sur l'abolition des commissions intégrées. À notre avis, l'emphase devrait plutôt être mis sur le fait que les consommateurs devraient connaître tous les frais qu'ils assument, y compris les frais des gestionnaires de fonds, et non pas seulement les commissions qu'ils payent. La transparence est de mise et nous sommes d'avis que les consommateurs doivent connaître entièrement tous les frais qu'ils assument, peu importe le mode de rémunération qu'ils choisiront. Ils ont droit à une pleine divulgation des frais payés au moment opportun. Nous pourrions ainsi parler d'une véritable transparence!
- Les consommateurs doivent recevoir des conseils et des services qui correspondent à leurs attentes et leurs besoins;

- Les consommateurs doivent pouvoir se voir offrir un ensemble de modes de rémunérations parmi lesquels ils pourront faire un choix en tenant compte de leurs besoins et de leur situation particulière;
- Tous les consommateurs doivent avoir accès à une offre élargie et pouvoir choisir vers qui se tourner et ainsi, avoir accès à plusieurs réseaux de distribution;
- Le mode de rémunération impliquant des commissions intégrées n'est peut-être pas parfait mais il est perfectible. D'ailleurs, nous croyons pouvoir affirmer qu'aucun mode de rémunération n'est parfait. Nous proposerons des pistes de solutions à cet égard.

Nous vous exposerons, dans les prochaines pages, nos prétentions et nos craintes face aux conséquences fâcheuses que pourrait entraîner l'abolition des commissions intégrées. Nous mettrons aussi en évidence certains impacts que nous envisageons tant pour les consommateurs et l'industrie que pour la société de demain.

Mieux informer les consommateurs

Nous sommes d'avis que la transparence est de mise à l'égard des consommateurs en ce qui concerne la divulgation des divers modes de rémunération du conseiller.

La venue de l'aperçu du fonds a contribué à une meilleure divulgation. Ce document contribue à mieux communiquer aux consommateurs des informations plus claires à propos, entre autre, de la rémunération. Il est probablement trop tôt pour mesurer avec précision les bienfaits de cette nouvelle façon de faire. Nous croyons qu'il serait toutefois pertinent et utile d'attendre quelques temps pour prendre conscience de la pleine mesure des bienfaits de l'utilisation d'un tel document sur l'éducation et la compréhension des consommateurs à l'égard de la rémunération.

Peut-être pourrions-nous envisager de bonifier l'information apparaissant à cet aperçu du fonds? Peut-être pourrions-nous envisager la possibilité d'obliger les conseillers à inscrire sur les documents de souscription à un fonds le montant de commissions payées lors de la souscription et un estimé des commissions de suivi qui seront versées?

Nous proposons par ailleurs que les montants de commissions versées au moment d'une transaction d'achat d'unités de fonds (frais de rachat reporté) soient indiqués, en dollars, sur l'avis d'exécution transmis au client dans les jours qui suivent une transaction. Sur ce même avis d'exécution, il pourrait y avoir une mention qu'une commission de suivi de x% sera versée au courtier. Sur réception de son avis d'exécution, et s'il n'est pas d'accord avec ce mode de rémunération, le consommateur devrait pouvoir demander l'annulation de la transaction dans un délai donné et ce, sans aucun frais ni pénalité.

Aussi, depuis peu, les consommateurs doivent recevoir un rapport annuel faisant état de la rémunération versée au courtier au cours d'une année. À notre avis, cette information transmise aux consommateurs est trompeuse dans sa forme actuelle. Cette information n'est pas représentative de tous les frais que les consommateurs assument. Si les ACVM veulent la pleine

transparence, elles n'ont d'autres choix que d'exiger que les consommateurs soient informés de tous les frais qu'ils payent. Ceci implique qu'ils devraient aussi voir apparaître sur leur rapport annuel sur la rémunération les frais de gestion perçus par les gestionnaires de fonds. De cette façon, les consommateurs sauraient les coûts réels exacts liés à leurs placements. Nous préconisons donc une pleine et totale divulgation des frais assumés par les consommateurs. Ainsi, il y aurait une véritable transparence.

Commissions intégrées si aucun conseil

Nous sommes d'opinion que les réseaux de distribution ayant un modèle de distribution sans conseiller (par exemple, le courtage à escompte) ne devraient pas être autorisés à proposer des fonds à commissions intégrées. N'offrant aucun conseil ni suivi, il est inconcevable que ces réseaux perçoivent des commissions de suivi. D'autre part, ces réseaux font souvent partie d'un groupe intégré où nous retrouvons, à la fois, les distributeurs et les gestionnaires de fonds. Ainsi, les seuls frais que les consommateurs devraient devoir payer sont les frais de gestion des gestionnaires de fonds pour leur travail effectué.

Fausse prétention que les consommateurs pourront mieux négocier les honoraires

Quant au contrôle des coûts, avec respect pour l'opinion contraire, il serait illusoire de croire que la formule à honoraires permettra un meilleur contrôle de la rémunération que paiera le consommateur. On semble prétendre que cette formule permettra aux consommateurs de négocier la rémunération du conseiller. À notre avis, rien n'est moins certain. Ce qui risque plutôt d'arriver, c'est que les conseillers et les courtiers établiront des barèmes établissant une rémunération standardisée qui tiendra compte de la valeur de l'actif de chaque consommateur. Et ces barèmes seront appliqués de façon uniforme. Nous doutons que le consommateur ait un véritable pouvoir de négociation à cet égard. Les conseillers et les courtiers administrent des entreprises et doivent s'assurer de la rentabilité de celles-ci. Ainsi, leur tarification devra tenir compte de leurs « coûts de revient » afin de s'assurer d'une certaine rentabilité. Donc, il serait pour le moins étonnant que les consommateurs puissent négocier de façon importante car il y aura toujours un seuil que le conseiller ou le courtier ne voudra pas dépasser.

Tout comme il est difficile, voire impossible, de négocier les taux horaires d'un avocat ou d'un comptable, nous croyons qu'il est imprudent de penser que ce le sera plus pour les conseillers et les courtiers.

Les consommateurs seront-ils prêts à payer des honoraires?

Plusieurs études démontrent qu'une bonne partie des consommateurs préfère payer des commissions intégrées plutôt que d'avoir à payer des honoraires pour les services de leur

conseiller. D'ailleurs, diverses sondages ou études sérieuses parus dans les médias tout récemment tendent, une fois de plus, à le démontrer. Donc, advenant l'abolition des commissions intégrées, nous devons nous demander ce qu'il adviendra de ces consommateurs à qui les commissions intégrées conviennent. N'ayant plus cette possibilité d'opter pour des commissions intégrées, seront-ils prêts à payer des honoraires à leur conseiller? Nous en doutons profondément.

Les produits financiers tels les fonds d'investissement ne sont pas des biens de consommation courante. Ces produits sont intangibles. Nous pensons qu'il ne soit pas concret ni naturel pour les plus petits épargnants d'opter pour un mode de rémunération à honoraires. Devant l'abolition des commissions intégrées, nous craignons que ces consommateurs doivent se tourner vers des solutions « sans conseil » alors que ce sont eux, les plus petits investisseurs, qui ont le plus besoin de conseils et d'éducation.

Le conseil financier est un « bien de confiance ». Il diffère fondamentalement des biens et services à la consommation, parce que:

- les avantages sont abstraits et retardés dans le temps;
- la majorité des consommateurs est incapable d'évaluer avec confiance la qualité des conseils et du caractère raisonnable du coût des services qu'elle reçoive, même après des achats répétés;
- comment un investisseur peut-il distinguer entre « décider de ne rien faire » et « avoir omis de faire quelque chose » ?

Face à cette issue incertaine, nous sommes d'avis qu'une grande proportion d'individus s'abstiendra de s'adjoindre un conseiller financier s'ils sont tenus de payer à l'avance pour un service dont ils ne parviennent pas à saisir la valeur intrinsèque.

Le libre choix des consommateurs quant aux modes de rémunération

Nous ne croyons pas que de restreindre les choix des modes de rémunération, actuellement disponibles aux consommateurs, soit dans l'intérêt de ceux-ci.

Au lieu de mettre la hache dans un mode de rémunération (commissions intégrées) qui ne semble pas être parfait, pourquoi ne pas essayer de plutôt le bonifier. À tout le moins, faisons l'effort d'essayer et voyons comment nous pouvons rendre ce mode de rémunération plus transparent pour le consommateur.

Nous croyons que les consommateurs devraient pouvoir choisir de quelle façon ils souhaitent rémunérer leur conseiller. Par contre, pour pouvoir le faire, ils devront avoir accès à un maximum d'informations leur permettant de prendre une décision libre et éclairée en temps opportun.

En tout respect, nous comprenons mal comment les ACVM pourraient décider, de leur propre chef, d'imposer leur choix aux consommateurs quant aux modes de rémunération à choisir. En ce faisant, les ACVM décident en lieu et place du consommateur en lui retirant la possibilité de choisir un mode de rémunération avec commissions intégrées qui pourrait leur convenir. En se positionnant ainsi, les ACVM décident pour tout le monde, dictent les modes de rémunérations

qu'elles imposent et décident que « one size fits all ». Il nous semble un peu présomptueux pour les ACVM de penser détenir LA vérité à cet égard.

Encadrons de façon plus approfondie l'option des commissions intégrées et laissons le choix final aux consommateurs!

Perte de transparence au détriment des consommateurs

Les décisions d'investissement sont une question de choix entre différentes options, ce qui implique que les investisseurs doivent être en mesure de comparer la qualité et le coût des services financiers entre les diverses entreprises offrant ces types de produits et services.

Lorsque le coût des conseils financiers est dissocié de celui des produits financiers, la comparaison du coût total entre différents intermédiaires financiers est rendue inaccessible aux investisseurs individuels parce que les entreprises ont pour politique de ne pas divulguer publiquement les charges réelles imposées à leurs clients.

Une saine réglementation doit poursuivre deux objectifs de transparence distincts mais complémentaires:

- La protection des consommateurs par la divulgation complète et en temps opportun aux clients individuels des coûts encourus et des rendements du portefeuille;
- Favoriser la concurrence et l'efficacité du marché par la promotion de la transparence des prix à l'échelle de l'industrie.

Actuellement, selon la formule de commissions intégrées, deux investisseurs détenant les mêmes fonds paient exactement les mêmes frais. D'ailleurs, ces frais apparaissent dans le prospectus et dans l'aperçu des fonds. Cette information est publique et accessible à tous. Par contre, selon la formule de rémunération à honoraires, il est tout à fait possible et prévisible que ces deux mêmes investisseurs paient des honoraires différents l'un de l'autre. En effet, un représentant pourrait établir des honoraires de 1% et un autre représentant, demander 1.25%.

Donc, en visant la transparence, les organismes de réglementation risquent d'amener une plus grande opacité et une plus grande iniquité dans les frais chargés aux consommateurs en souhaitant abolir l'option des commissions intégrées.

Restrictions quant à l'offre de services disponibles (accès aux conseils) et concentration

Nous croyons qu'en imposant un mode de rémunération à honoraires à tous les consommateurs, sans aucune distinction, ceci aura pour effet de restreindre l'offre de services disponibles à plusieurs de ceux-ci, plus particulièrement pour les plus petits investisseurs. Nous sommes aussi d'avis que d'agir ainsi amènera une concentration. Puisque les courtiers imposeront des comptes d'une valeur nominale, ceci fera en sorte que les plus petits investisseurs seront probablement

délaissés et leur seule option restante sera d'opter pour un modèle « sans conseil », ce qui amènera une concentration auprès d'institutions offrant ce type de comptes. Cette concentration est-elle vraiment dans l'intérêt du consommateur? Il est légitime de se poser cette question.

Une telle façon de faire favorisera probablement les institutions financières qui sont à la fois, manufacturières et distributrices de produits financiers. Cette concentration dans des structures intégrées pourrait amener les consommateurs à se voir proposer des produits avec un potentiel de rendement inférieur. Ces institutions financières intégrées, nous le savons tous, ont souvent tendance à privilégier et offrir les dépôts bancaires plutôt que d'autres solutions ayant un potentiel de rendement plus élevé. Si tous ces consommateurs sont amenés à investir dans des CPG par exemple, ceci aura un effet important sur leurs rendements et amènera, par effet direct, une diminution d'accumulation d'actifs en vue de leur retraite.

La concentration des plus petits investisseurs vers les institutions financières intégrées est-elle vraiment souhaitable pour le consommateur et l'industrie? Nous ne le pensons pas. Une industrie concentrée peut devenir une industrie qui offre moins de choix de placements. À la limite, la concentration peut amener certaines institutions à moins bien servir leurs clients et à rendre les clients plus dépendants de leurs services étant donné le manque d'autres options de fournisseurs disponibles.

Nous rappelons aux lecteurs que l'article 8 de la Loi sur l'Autorité des marchés financiers prévoit ceci :

« 8. L'Autorité exerce ses fonctions et pouvoirs de manière:

(...)

2° à **promouvoir une offre de produits et services financiers de haute qualité et à un prix concurrentiel pour l'ensemble des personnes et des entreprises dans toutes les régions du Québec;**

3° à **assurer la mise en place d'un cadre réglementaire efficace favorisant le développement du secteur financier et permettant l'évolution des pratiques de gestion et des pratiques commerciales dans ce secteur;** »

(nos soulignés)

Concentration et consolidations à prévoir

Parmi les conséquences non souhaitables, les phénomènes suivants pourraient se produire :

- Une concentration des plus petits investisseurs dans les institutions financières intégrées;
- Un mouvement de consolidation massif de certains courtiers qui décideraient d'être engloutis par un compétiteur.

Ces deux phénomènes, selon nous, créeraient une diminution de l'offre pour le consommateur ainsi qu'une baisse de compétitivité, ce qui en soit est rarement bon pour les consommateurs concernés.

Gestion des conflits d'intérêts

Il est louable que les organismes réglementaires veillent à une saine gestion des conflits d'intérêts entre les fournisseurs de produits et services financiers et le consommateur.

Toutefois, nous croyons que, au lieu de mettre d'abord l'emphase sur les conflits d'intérêts potentiels liés au mode de rémunération selon des commissions intégrées, il serait plus à propos et urgent qu'ils s'attaquent aux sources suivantes de conflits d'intérêts :

- Les fournisseurs de produits financiers limités à leurs propres produits exclusifs lesquels sont assortis de bonifications en faveur de leurs employés qui le vendent. (Ex : conseiller salarié qui doit vendre le produit que son employeur l'oblige à vendre)
- L'instauration de cibles de vente, les promotions et l'évaluation du volume d'affaires à des fins de primes ou bonifications versées à des conseillers salariés;
- Le fait que certaines institutions financières offrent d'emblée aux consommateurs des produits de dépôt à faible rendement, ce qui leur permet d'obtenir des sommes pour ensuite prêter ces mêmes sommes à d'autres consommateurs;
- Uniformiser les commissions de suivi intégrées. Pour réduire les risques de conflits d'intérêts, les régulateurs pourraient encadrer les rémunérations versées par les manufacturiers de fonds aux courtiers et aux conseillers. La commission de suivi pourrait être identique, quel que soit le produit financier distribué;
- Obliger les sociétés de fonds à mettre en place des mécanismes de réductions tarifaires automatiques tenant compte des sommes investies. Nous précisons ici que quelques sociétés de fonds d'investissement ont déjà mis en place ce mécanisme.

La technologie comme solution alternative pour les consommateurs délaissés

Nous croyons qu'il est déraisonnable de penser que la technologie sera la solution alternative pour les consommateurs qui n'auront plus accès à des conseils advenant l'abolition des commissions intégrées.

Nous pensons qu'une très faible proportion de ces consommateurs se tournera vers de telles technologies. La très grande majorité de ceux-ci aura plutôt tendances à se tourner vers des institutions financières intégrées, qui sont à la fois manufacturière et distributrice de produits financiers. Ceci amènera donc une concentration plus élevée auprès de ces institutions financières, lesquelles n'offrent souvent que des produits exclusifs, proposent souvent des

produits de type « dépôts » qui offrent un faible potentiel de rendement et qui, pour certaines, offrent très peu de conseils et de suivis à leurs clients.

De façon générale, les consommateurs démontrent peu ou pas d'intérêts vers des solutions sans conseil. Nous prenons pour exemple le modèle d'affaires des courtiers à escompte. Bien qu'implanté depuis plusieurs années, ce modèle d'affaires n'a réussi à rallier qu'un très petit nombre de consommateurs lorsque comparé à l'industrie des services financiers en général.

Hausse des frais d'opérations et conséquences

Nous sommes d'opinion que l'abolition des commissions intégrées pourrait amener une hausse des coûts des frais d'opérations des courtiers. En effet, si les courtiers doivent prendre en charge la mise en place de mécanismes de facturation et de perception d'honoraires, ils devront assumer des coûts importants d'implantations et de maintien. Les systèmes informatiques devront être mis à niveau ou développés pour permettre la mise en place d'un tel système. Des ressources humaines devront être consacrées à cette mise en place et au maintien du système par la suite. Tout ceci amènera inévitablement des coûts à assumer par ces entreprises.

Afin d'assurer leur pérennité, les courtiers doivent veiller à ce que chaque compte soit rentable. Si leurs coûts d'opérations augmentent, ils n'auront d'autres choix que d'imposer des tailles de comptes minimums et de charger, parfois, des frais plus élevés pour les plus petits comptes afin de maintenir une certaine rentabilité pour leur entreprise.

Si cela se produit, les organismes de réglementation auront-ils atteint leur objectif de veiller aux intérêts des consommateurs?

L'abolition éventuelle des commissions intégrées ne contribuera pas à faire diminuer les frais payés par les consommateurs, bien au contraire.

Commentaires quant aux 3 enjeux soulevés à la partie 2 du document de consultation

Enjeu 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.

Nos prétentions : Tout d'abord, nous déplorons le fait que cette prémisse des ACVM se fonde sur des études ou des rapports datant de plusieurs années, allant aussi loin que 1995. Il existe de nombreuses autres études sérieuses beaucoup plus récentes dont il aurait fallu tenir compte, par exemple celles préparées par CIRANO. (The value of financial advice, Claude Montmarquette et Nathalie Viennot-Briot, CIRANO, 2016)

Nous sommes en désaccord avec l'affirmation suivante contenue à la page 10 du document de consultation :

« ...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 leur « clients »

Les fonds d'investissement et les conseillers sont des partenaires qui ont un objectif commun : bien servir le consommateur et lui offrir le meilleur rendement possible tenant compte de sa tolérance au risque et de sa situation financière. Ils savent très bien que, si les frais à payer ou les rendements ne sont pas concurrentiels, ils risquent de perdre le consommateur. Ils ont tout intérêt à demeurer compétitifs.

Quant à la possible partialité des recommandations faites par les conseillers qui pourrait amener le conseiller à recommander une société de fonds plutôt qu'une autre dans le seul but de bonifier sa rémunération, les ACVM devraient savoir que depuis un certain temps déjà, il se dégage une certaine uniformité dans la rémunération offerte par les diverses sociétés de fonds. Bien qu'autrefois, de telles disparités fussent fréquentes, ce phénomène est pratiquement disparu à l'heure actuelle. À l'occasion, il peut y avoir de très minimes écarts mais sans plus.

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

Nos prétentions : Quant à la connaissance et la compréhension du consommateur à l'égard des commissions, durant les dernières années, l'emphase a été mise sur les obligations des conseillers quant à la divulgation de ces commissions. Nous prétendons qu'à court terme, cette méconnaissance ou cette incompréhension de la part du consommateur s'estompera. Tel qu'auparavant mentionné, nous préconisons, de la part du conseiller, une totale transparence envers le consommateur à l'égard de sa rémunération.

Actuellement, l'usage de l'aperçu du fonds permet au consommateur, à notre avis, de mieux comprendre le fonctionnement des commissions et de connaître ce qu'il lui en coûte. De plus, les conseillers sont de plus en plus conscients de leur obligation d'expliquer leur mode de rémunération. Nous sommes donc d'avis que, si par le passé, les consommateurs déclaraient ne pas connaître le mode de rémunération de leur conseiller, il pourrait en être tout autrement si nous leur posions la même question aujourd'hui ou dans un an.

Quant au contrôle des coûts, nous vous référons aux pages précédentes dans lesquelles nous avons abordé la question sous le titre « Fausse prétention que les consommateurs pourront mieux négocier les honoraires ».

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

Nos prétentions : Si nous suivons ce raisonnement, cette affirmation laisse donc croire que la seule solution envisageable serait la facturation à l'acte. Toutefois, une structure à honoraires semble être préconisée par le document de consultation publié par l'ACVM. Alors, concrètement, il n'y a aucune différence pour un consommateur entre le fait de payer 1% en commissions de suivi intégrées ou payer 1% en honoraires annuels. L'enjeu demeure donc le même.

Quant à la notion de « services continus » ou « prestation continue de conseils », il est évident que les conseillers ne peuvent suivre le dossier de chacun de leurs clients 24h/24 et 7 jours/7. Penser le contraire démontrerait une méconnaissance flagrante des implications d'une telle exigence.

De façon générale, il est à notre connaissance que les conseillers offrent une prestation de conseils auprès de leur client sur une base régulière et aussi, ponctuelle lorsqu'un besoin se fait sentir et adaptée à chacun des clients. Lorsqu'un consommateur considère qu'il n'en reçoit pas suffisamment pour son argent, il a tout le loisir de cesser sa relation d'affaires avec ce conseiller et décider de faire affaires avec un autre. Ce droit existe dans toutes les sphères des diverses activités économiques. Ceci s'appelle le libre marché de la concurrence.

Par ailleurs, il peut être facile de prétendre que le consommateur n'en reçoit pas pour son argent. Mais cette prémisse, doit-on l'avouer, peut être biaisée de différentes façons. Tout d'abord, dire cela, est l'expression d'un jugement de valeurs qui implique l'arbitraire. Pour un même niveau de service équivalent, une personne pourrait le considérer insuffisant et l'autre, penser qu'il est parfaitement adéquat. Aussi, a-t-on posé la question à des consommateurs qui utilisent un réseau qui n'offre pas de conseil ou qui font affaires avec de véritables conseillers? Par ailleurs, le niveau de services offerts à un client ne se résume pas au nombre de rencontres tenues avec lui durant une année ou au nombre d'appels téléphoniques. Tout le travail que fait le conseiller, hors la présence de son client, doit être tenu en compte : les analyses économiques, les formations sur différents produits, etc. Disons-le franchement, il arrive que le consommateur ne soit pas parfaitement conscient de tout ce qu'implique le travail du conseiller.

Ceci dit, nous prétendons qu'il est injustifiable que des consommateurs paient exactement les mêmes frais qu'ils soient conseillés ou non. Ainsi, les firmes de courtage à escompte, par exemple, ne devraient pas être autorisées à recevoir des commissions intégrées de suivi alors que le suivi est inexistant. S'il existe une aberration, c'est bien celle-là et c'est à elle que les ACVM devraient s'attaquer de façon prioritaire.

Enjeux de société

Dans la prochaine section, nous souhaitons attirer l'attention des lecteurs sur les conséquences possibles sur notre société d'une décision qui pourrait avoir comme effet de restreindre l'accès aux conseils pour les consommateurs.

L'autonomie financière des consommateurs

Résumée à sa plus simple expression, l'autonomie financière à la retraite signifie pouvoir cesser de travailler, après avoir accumulé des sommes suffisantes, tout en maintenant un train de vie pleinement satisfaisant pendant les 30 prochaines années.

Pour atteindre l'autonomie financière en vue de la retraite, il faut :

- Contrôler ses dépenses actuelles;
- Développer une habitude d'épargne disciplinée et structurée;
- Avoir un large éventail de produits financiers qui nous sont accessibles;
- Bien se connaître soi-même et sa tolérance au risque;
- Bien connaître le produit à choisir;
- Choisir les bons produits;
- Bien contrôler son émotivité à l'occasion des décisions à prendre;
- Et obtenir les rendements nécessaires.

Plus un consommateur a la capacité d'accumuler des sommes, plus il s'approchera de l'autonomie financière le moment venu.

Moins un consommateur a la capacité d'accumuler des sommes, plus il aura besoin d'avoir accès à des conseils de professionnels et à une large gamme de produits financiers. L'autonomie financière de ce consommateur est en péril s'il ne peut avoir accès à des conseils de professionnels.

À notre avis, le conseil professionnel est essentiel à la prospérité de tous les canadiens. Ceux-ci, peu importe leur situation financière actuelle, devraient avoir accès à des conseils de la part de personnes qualifiées afin de mieux planifier leur sécurité financière.

Au surcroît, nous sommes convaincus que ceux qui ont le plus besoin de conseils sont les plus petits investisseurs. Toute mesure ou initiative qui pourraient avoir comme conséquence possible de leur restreindre le conseil devrait être évitée. C'est le cas, nous le croyons, avec l'abolition des commissions intégrées tel qu'exposé dans ce document.

Depuis plusieurs années maintenant, la société canadienne est confrontée au désengagement prononcé de l'État dans les régimes publics. Les modifications structurelles apportées aux programmes de retraite publics et privés depuis les dernières années ont transféré aux ménages canadiens les risques liés au rendement des placements, à l'inflation, à la longévité et à l'évolution des marchés financiers alors qu'auparavant ces risques étaient largement pris en charge par les régimes publics. En conséquence, les consommateurs ne peuvent que compter sur eux-mêmes pour avoir une retraite telle qu'ils la souhaitent. Alors, ceux-ci devront, afin de maintenir un niveau de vie acceptable à la retraite, être disciplinés dans leurs investissements et obtenir les meilleurs rendements possibles.

Selon une étude réalisée par CIRANO (The value of financial advice, Claude Montmarquette et Nathalie Viennot-Briot, CIRANO, 2016), il est démontré que :

- On estime que 25 % des ménages canadiens couverts par un régime de pension agréé à cotisations déterminées (RPA-CD) ou par un REER collectif et 37 % des ménages ayant un revenu moyen-élevé sans RPA devront s'appuyer sur le patrimoine financier qu'ils auront personnellement accumulé pour vivre confortablement à la retraite.
- Au Canada, les données empiriques démontrent que les investisseurs individuels assistés par un conseiller financier accumulent un patrimoine financier beaucoup plus important. (jusqu'à 3.9 fois plus sur une période supérieure à 15 ans)
- Entre 2010 et 2014, les ménages qui ont abandonné le service d'un conseiller financier ont accumulé 45 % moins d'actifs financiers que ceux qui ont maintenu la relation avec un tel conseiller.

Ceci nous fait croire que toute initiative réglementaire pouvant avoir comme conséquence de restreindre le conseil aux consommateurs contribuerait à les appauvrir et, par le fait même à appauvrir la société dû aux impacts d'une telle initiative sur l'économie canadienne.

Impacts à long terme sur l'économie

Restreindre l'accès aux conseils aura inévitablement des conséquences sur l'accumulation de patrimoine de retraite pour plusieurs canadiens.

Point besoin d'être devin pour comprendre que moins les retraités auront de sommes disponibles à la consommation, moins ils dépenseront à la retraite et ainsi, moins ils injecteront de sommes dans le système économique.

En consommant moins, ils paieront moins de taxes à l'État.

En restreignant leur consommation, ils contribueront moins à la création d'emploi et d'entreprises. Moins de revenus pour les travailleurs en général et pour les entreprises, c'est aussi moins de sommes à être versées à l'État en impôts.

Ayant des revenus moins élevés à la retraite, ils paieront eux-mêmes moins d'impôts à l'État.

Bien que nous ne puissions prétendre être en mesure de quantifier exactement ces impacts, nous sommes convaincus de leur importance et de leurs conséquences négatives sur notre société et son économie.

L'impact sur la relève dans l'industrie

Un secteur d'activités sans relève est un secteur d'activités en déclin.

La relève dans le secteur des services financiers est déjà un enjeu depuis plusieurs années. Il est parfois difficile d'attirer et convaincre des candidats à se lancer dans cette industrie qui est très compétitive.

Disons-le, les 5 premières années dans la carrière sont cruciales et plusieurs quittent dans les premières années.

Les nouveaux conseillers commencent souvent leur entreprise en réussissant à ouvrir des comptes de clients de petites tailles ou de tailles moyennes. Assez rares sont ceux qui réussissent à ouvrir des comptes supérieurs à 100 000\$ dans les premières années.

Pour réussir à convaincre les détenteurs de comptes majeurs, ils doivent souvent prendre de l'expérience et établir une certaine notoriété et crédibilité. Ceci prend souvent quelques années.

Le mode actuel de rémunération à commissions intégrées leur permet de recevoir des revenus, bien que modestes, sur les comptes de plus petites tailles. Advenant l'abolition des commissions intégrées, nous craignons que ces conseillers de la relève ne puissent plus ouvrir de plus petits comptes qui leurs assurent une certaine base de revenus. Ces consommateurs pourraient préférer se tourner vers une institution financière intégrée ou vers des solutions sans conseil. Aussi, les courtiers pourraient exiger certains minimums de taille de comptes, ce qui restreindra le développement d'affaires des nouveaux conseillers. Éventuellement privés des revenus tirés des commissions intégrées pour ces plus petits comptes, plusieurs nouveaux conseillers pourraient être dissuadés de poursuivre dans ce domaine.

L'autre façon de débiter dans le domaine est d'acquérir une clientèle existante appartenant à un conseiller bien établi qui quitte la profession. Pour que cette transaction d'achat de clientèle soit heureuse, celle-ci doit générer un certain revenu. Ne l'oublions pas, la plupart du temps, le jeune conseiller emprunte des sommes auprès d'une institution financière pour procéder à l'achat de cette clientèle. Il a donc des engagements financiers et il doit avoir une capacité de remboursement. Dans le cadre d'un achat de clientèle, le nouveau conseiller devrait tenir compte qu'il est possible, advenant l'abolition des commissions intégrées, qu'il doive se départir d'une portion de ces clients qui ont des comptes plus modestes. Il devra aussi considérer que parmi ces clients, plusieurs refuseront de payer des honoraires et quitteront. Ceci fragilisera inévitablement sa situation. Ceci pourrait même l'amener à être incapable de rembourser le prêt obtenu pour l'acquisition de ladite clientèle.

Dans ces circonstances, avant de se lancer dans le domaine des services financiers, il est donc fort possible que les candidats y pensent à deux fois et qu'ils y renoncent ne pouvant pas être assurés du succès d'une telle opération.

Autres documents à l'appui de nos commentaires

À titre complémentaire, nous nous permettons de vous soumettre trois études qui abordent différents éléments soulevés dans le présent document et qui supportent ceux-ci :

- **Bulletin #0721-C publié par l'Association des courtiers de fonds mutuels du Canada en date du 23 Mai 2017** : Ce rapport expose des informations importantes concernant la valeur des investissements détenus par les ménages canadiens et démontre la répartition

- des avoirs investis par type de structure de rémunération. Il fait aussi ressortir le fait que 80% des ménages canadiens détient des actifs qui se situent dans la tranche de 0\$ à 100 000\$.
- **Global Regulatory Developments and Impacts publié par l'Institut des fonds d'investissement du Canada, en Avril 2017** : Ce rapport identifie les juridictions à travers le monde qui ont bannis les commissions intégrées et fait ressortir les impacts de tels bannissements. On dénote, entre autre, le fait que peu de juridictions ont décidé d'adopter la voie du bannissement des commissions intégrées.
 - **Rapport 2017 de l'enquête de Fidelity sur la retraite : Retraite 20/20, Des conseils appropriés peuvent éclairer votre avenir, publié en Mai 2017** : Ce rapport met en lumière les besoins des consommateurs d'obtenir des conseils professionnels afin d'atteindre leurs objectifs et mets en évidence le fait que les consommateurs ayant un plan sont mieux préparés à la retraite que ceux qui ne bénéficient pas de conseils. Ce document tend à démontrer la plus-value apportée aux consommateurs par les conseils de professionnels.

Nos propositions

Nous résumons ainsi les propositions que nous faisons, bien humblement, aux organismes de réglementation :

- Maintenir l'option des commissions intégrées et ainsi, donner le libre choix aux consommateurs parmi toutes les options de rémunération de son conseiller;
- Rendre obligatoire la divulgation de tous les frais, y compris les frais des gestionnaires de fonds, sur le rapport annuel de rémunération et frais devant être transmis aux consommateurs;
- Bonifier et clarifier l'information en lien avec les différents modes de rémunération possible ainsi que les frais des gestionnaires de fonds apparaissant sur l'aperçu du fonds;
- Rendre obligatoire, sur le formulaire servant à faire l'achat d'un fonds, l'inscription du montant, en dollars, de la commission à être versée au courtier pour cet achat ainsi qu'un estimé raisonnable de la commission de suivi, en dollars, qui sera versée au courtier;
- Rendre obligatoire, sur l'avis d'exécution transmis au consommateur, l'inscription du montant, en dollars, de la commission versée au courtier pour l'achat ainsi que l'inscription qu'une commission de suivi de x% sera versée au courtier;
- Accorder aux consommateurs un droit d'annuler la transaction en cas de désaccord en lien avec la rémunération apparaissant sur l'avis d'exécution qu'il recevra suite à une transaction d'achat de parts de fonds;
- Les réseaux de distribution ayant un modèle de distribution sans conseiller (par exemple, le courtage à escompte) ne devraient pas être autorisés à proposer des fonds à commissions intégrées;
- Interdire aux courtiers d'exiger de leurs employés/conseiller de vendre leurs produits exclusifs, de fixer des cibles de vente de leurs produits exclusifs et d'assortir ce type de

- vente à des bonifications basées sur un volume de vente de produits internes. Si cette pratique était maintenue, il serait nécessaire que cette information soit divulguée clairement, et en temps opportun, aux consommateurs;
- Uniformiser les commissions de suivi intégrées. Pour réduire les risques de conflits d'intérêts, les régulateurs pourraient encadrer les rémunérations versées par les manufacturiers de fonds aux courtiers et aux conseillers. La commission de suivi pourrait être identique pour chaque société de fonds, quel que soit le produit financier distribué;
 - Obliger les sociétés de fonds à mettre en place des mécanismes de réductions tarifaires automatiques tenant compte des sommes investies.

Conclusion

Nous demandons aux régulateurs de continuer de veiller à s'assurer que le cadre réglementaire de l'industrie continue de permettre les services de véritables professionnels à tous les Canadiens et de veiller à ne pas compromettre l'accès à des conseils pour les petits investisseurs. Cela signifie de donner aux investisseurs un accès continu à une large gamme de produits et services financiers adaptés à leurs besoins et à des prix compétitifs. Cela signifie également de ne pas imposer des réformes qui seraient disproportionnées par rapport à leurs bénéfices concrets et réels et qui seraient susceptibles de causer plus de torts que de bienfaits.

Dans tout processus de changement réglementaire, les organismes de réglementation doivent mesurer les impacts. Ils doivent se demander si les effets négatifs qu'entraînerait l'abolition des commissions intégrées sont proportionnels à l'objectif de vouloir mitiger les conflits d'intérêts. Nous invitons ces organismes à tenir compte de la balance des inconvénients et d'en faire bénéficier le consommateur!

Les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières tentent de protéger les investisseurs tout en soutenant des marchés financiers efficaces. Ils veillent, entre autre, à ce que les investisseurs bénéficient d'un accès équitable aux marchés. Avec respect pour l'opinion contraire, nous croyons que l'option d'abolir les commissions intégrées ne protège pas l'investisseur et ne lui permet pas de bénéficier d'un accès équitable aux marchés, pas plus qu'elle n'assure l'efficacité des marchés compte tenu de la concentration prévisible, de la restriction de l'offre et des risques de perte d'intérêts possible d'une éventuelle relève.

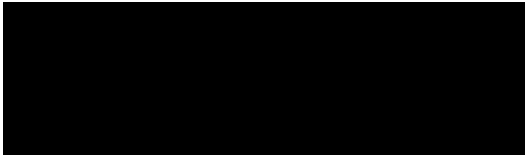
Protéger les consommateurs de produits et services financiers, c'est aussi, et surtout, leur permettre l'accès à des conseils et à des produits diversifiés au meilleur coût possible, en toute transparence.

Nous demandons aux autorités réglementaires ainsi qu'aux divers paliers de gouvernement concernés de ne pas sous-estimer et bien mesurer les impacts négatifs que pourrait avoir l'éventuelle abolition des commissions intégrées sur notre société de demain et le sort éventuel de millions de consommateurs canadiens qui pourraient se voir privés de conseils. Soyons vigilants et optons pour une société qui donne les moyens aux consommateurs, à tous les consommateurs, de se bâtir une retraite satisfaisante!

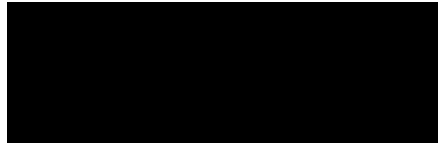
En terminant, nous vous remercions de cette opportunité de vous soumettre notre point de vue quant aux questions soulevées.

Au besoin, nous demeurerons disponibles pour toute demande d'informations complémentaires ou encore, à participer à d'éventuelles rencontres d'échanges.

Veuillez accepter, Me Beaudoin, l'expression de nos salutations les plus cordiales!



Gino Sebastian Savard, B.A., A.V.A.
Président



Yvan Morin, LL.B., Avocat,
Vice-président, affaires juridiques,
Chef de la conformité

MICA Capital Inc.
797, boulevard Lebourgneuf, Bureau 500,
Québec (Québec), G2J 0B5
micasf.com



Mutual Fund Dealers Association of Canada
Association canadienne des courtiers de fonds mutuels

Contacts: Ken Woodard
Director, Membership Services & Communications
Phone : 416-943-4602
E-mail : kwoodard@mfd.ca

BULLETIN #0721 - C
May 23, 2017

MFDA Bulletin

Compliance

For Distribution to Relevant Parties within your Firm

MFDA Client Research Report

Today the MFDA released its [*MFDA Client Research Report: A Detailed Look Into Members, Advisors and Clients*](#) which illustrates the significant role that MFDA Members and their Advisors have in the Canadian financial marketplace. The report includes an analysis of the various business models within the MFDA membership including advisors and the clients they service.

Highlights of the *MFDA Client Research Report* include:

- Comparison of MFDA client households vs Canada
- Use of proprietary mutual funds by Member type
- Comparison of client demographics and assets by Member type
- Segmentation of client assets and households by Advisor book size
- Segmentation of product load types by household and Advisor book size
- Geographical segmentation of client assets, households and Advisors

DM #543299

MFDA CLIENT RESEARCH REPORT

A DETAILED LOOK INTO

MEMBERS



ADVISORS



CLIENTS



CONTENTS:

3 PART I: BACKGROUND

- 3 Data Request and Use
- 4 CSA Consultation Paper 81-408

5 PART II: RESEARCH RESULTS

- 5 (A) Canadian Household Wealth and the MFDA Client Base
- 6 (B) Distribution Models
 - 7 Percentage of Proprietary Mutual Funds by Distribution Model
 - 8 MFDA Assets and Households by Distribution Model
- 8 (C) Deposit-Taker and Financial Advisory Firm Comparison
- 10 (D) Financial Advisory Firms
 - 11 Age of Mass Market Households Serviced by Financial Advisory Firms
 - 12 Financial Advisory Firm AUA by Load Structure
 - 13 Financial Advisor Profile
 - 14 Mutual Fund Load Type by Advisor Book Size
 - 15 Mutual Fund Load Type by Client Wealth
- 15 (E) Geographic Segmentation – Financial Advisory Firms

19 PART III: SUMMARY REMARKS

PART I: BACKGROUND

Data Request and Use

As part of its regulatory activities the MFDA gathers information regarding its Members' business on an ongoing basis in order to effectively achieve its regulatory mandate of protecting investors. In 2016, the MFDA decided to expand the depth of its information database and retained Strategic Insight¹ to assist in a "Client Research Project". In addition to using the data in our regulatory activities, the MFDA's objective was to further evaluate MFDA Members' business operations, their role in the wealth management industry and assess their value in providing advisory services to retail investors in Canada. The research included an analysis of the various business models within the MFDA membership with a focus on financial advisory firms², their advisors and the clients they service.

The mandatory questionnaire was issued on June 29, 2016³ and required Members to provide the following information for each client account or household:

- Client address information
- Client age
- Account type and identifier
- Advisor code (where applicable)
- Product code
- Market value of each position held

When the information was received, it was anonymized and validated against the MFDA's existing information database for accuracy and completeness. The final aggregated database contains over 500 million individual pieces of data in respect of:

- 91 MFDA Members⁴;
- 15.6 million client accounts;
- 8.86 million households;
- 37.7 million individual investment positions reported in client accounts; and
- over 61,000 different investment products held by clients.

¹ Strategic Insight (Canada), an AI Financial Information Canada Inc. business, is a leading research firm that specializes in the fact-based measurement and analysis of Canada's retail financial services and wealth management industry. (www.strategic-i.com)

² See definition under Section B – Distribution Models.

³ The MFDA coordinated with the Autorité des marchés financiers (AMF) on the MFDA Client Research Project. In this regard, the AMF required MFDA Members to provide the MFDA with the information requested for clients residing in the province of Quebec.

⁴ Does not include carrying dealers, or resigning and suspended Members.

The MFDA categorized the over 61,000 different investment products by type (e.g. mutual fund, segregated fund, deposit instrument, cash, etc.) and performed further extensive analysis where the investment product was a mutual fund. For mutual funds, the MFDA compiled a database that associates each mutual fund with its corresponding prospectus risk rating, asset category⁵, and load type. This detailed mutual fund data will be used to analyze existing compensation arrangements as well as enhancing the MFDA's risk based regulatory oversight. The MFDA will also be better able to assess the characteristics of mutual funds held within client accounts as compared to the household demographics and focus on such things as senior investor issues and higher risk investments and strategies. Further, the data obtained in this project may also be used to establish a baseline for future research. Future research will allow the MFDA to identify trends or changes in such things as client demographics, industry compensation structures and asset mixes within portfolios.

CSA Consultation Paper 81-408

On January 10, 2017, the Canadian Securities Administrators ("CSA") published, for a 150-day public comment period, CSA Consultation Paper 81-408 – Consultation on the Option of Discontinuing Embedded Commissions ("Consultation Paper").

The purpose of the Consultation Paper is to solicit stakeholder input on the potential option of discontinuing embedded compensation for investment funds (including mutual funds) and moving to direct pay arrangements. The Consultation Paper is intended to assess the potential effects of discontinuing embedded compensation, identify potential measures that could assist in mitigating any negative impacts, and obtain feedback on other options that could adequately address the investor protection and market efficiency issues identified.

Given approximately 95% of the MFDA Members' AUA is comprised of mutual funds and MFDA Members' primary line of business is offering advisory services to retail investors in Canada, the MFDA was of the view that additional research was needed to better understand the potential impact of such a ban on MFDA Members, their advisors and, most importantly, their clients. The information contained in this report is meant to further inform all stakeholders of the potential scope of impact of an embedded compensation ban. We acknowledge that there are other factors, not measured by the MFDA or contained within this report, which could influence a potential outcome. Although it is difficult to specifically predict the outcome of a ban, the information contained in this report illustrates those business models, advisors and clients that have the greatest potential to be impacted.

⁵ Based on the *Retail Investment Fund Category Definitions* issued by the Canadian Investment Funds Standards Committee.

PART II: RESEARCH RESULTS

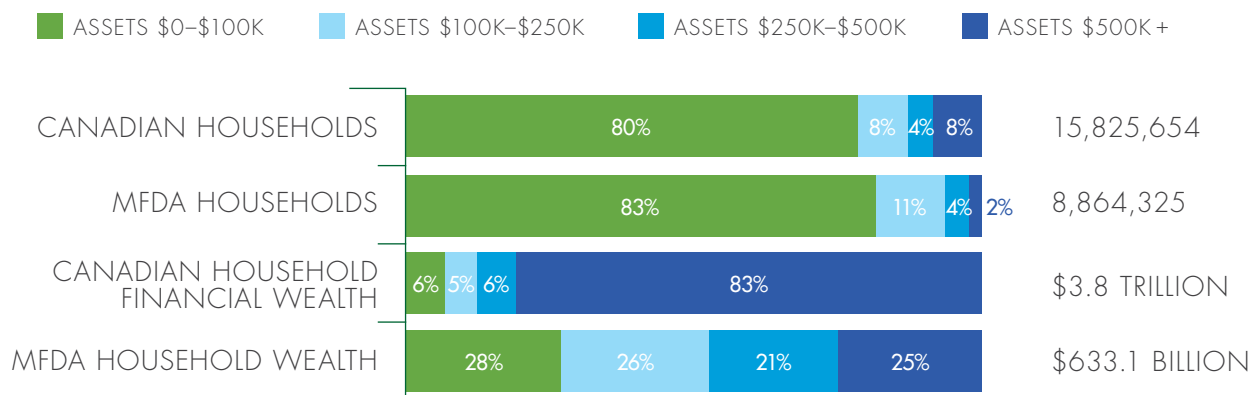
(A) Canadian Household Wealth and the MFDA Client Base

Households were categorized into the following financial wealth segments:

HOUSEHOLD CATEGORY	FINANCIAL WEALTH
MASS MARKET	< \$100K
MID MARKET	\$100K – \$250K
	\$250K – \$500K
AFFLUENT	\$500K +

Household financial wealth includes cash and investments. MFDA household wealth only includes cash and investments recorded on the books and records of MFDA Members.

(A.1) Comparing Canadian Households and the MFDA Client Base



As can be seen in figure A.1 above, the vast majority of households in Canada are mass market households (80%). However, these mass market households only own 6% of the \$3.8 trillion in financial wealth in Canada. Conversely, affluent households represent only 8% of all households in Canada but own 83% of the \$3.8 trillion of total financial wealth in Canada. Mid-market households represent 12% of all households in Canada and own 11% of total Canadian household wealth.

MFDA Members provide advisory services to 8.9 million Canadian households (or 56% of Canadian households) and manage \$633 billion in financial assets. Of the 8.9 million households serviced by MFDA Members, 83% (or 7.3 million households) are mass market households with less than \$100,000 in financial assets. While the number of households serviced by MFDA Members in the various wealth segments appears to be consistent with the Canadian demographic, the amount of assets managed by MFDA Members for each wealth segment is significantly different than the Canadian household distribution of wealth. All four wealth segments (mass market, lower mid-market, upper mid-market and affluent) contribute almost equally to the \$633 billion in MFDA Members assets under administration (“AUA”). Affluent households are only 2% of all households serviced by MFDA Members but they contribute almost the same amount (25%) to MFDA Member total AUA as the mass market households (28%). Even though only 6% of financial wealth in Canada is owned by mass market households, they are a significant segment of MFDA Members’ client base both in terms of assets and number of households.

The above data demonstrates that mutual fund dealers provide the most accessible advisory service to retail investors in the securities industry today. The fact that MFDA Members do not have minimum account sizes and the features of the mutual fund product itself aid in Member accessibility to retail investors. Mutual funds offer the average investor a professionally managed, diversified investment vehicle that can be purchased in small amounts to suit the client’s needs. Further, almost all MFDA advisors are dually licensed or employed in either the insurance or banking sectors thus offering broad access to a variety of financial services to Canadians.

(B) Distribution Models

There are various business models that operate within the MFDA membership. They vary by size, nature of employment of their sales force, and affiliations with fund manufacturers or other financial services entities. The MFDA segmented Member business models into the following three categories:

Direct Sellers

These firms are affiliated with fund companies and typically operate as call centers. Advisors are salaried employees of the affiliated fund company and only sell proprietary mutual funds. Advisors generally do not have their own books of business but instead service clients of the fund.

Deposit-Takers

These firms are affiliated with Canadian banks or credit unions. Advisors are generally salaried employees of the affiliated financial institution. Mutual funds are distributed through retail banking or credit union locations. While some deposit-takers do have advisors who are assigned clients and develop a client base, in general, most advisors with deposit-taker firms are not assigned to service specific clients. Rather, the advisors provide service to any client of the bank or credit union as needed.

Financial Advisory Firms (“FA Firms”)

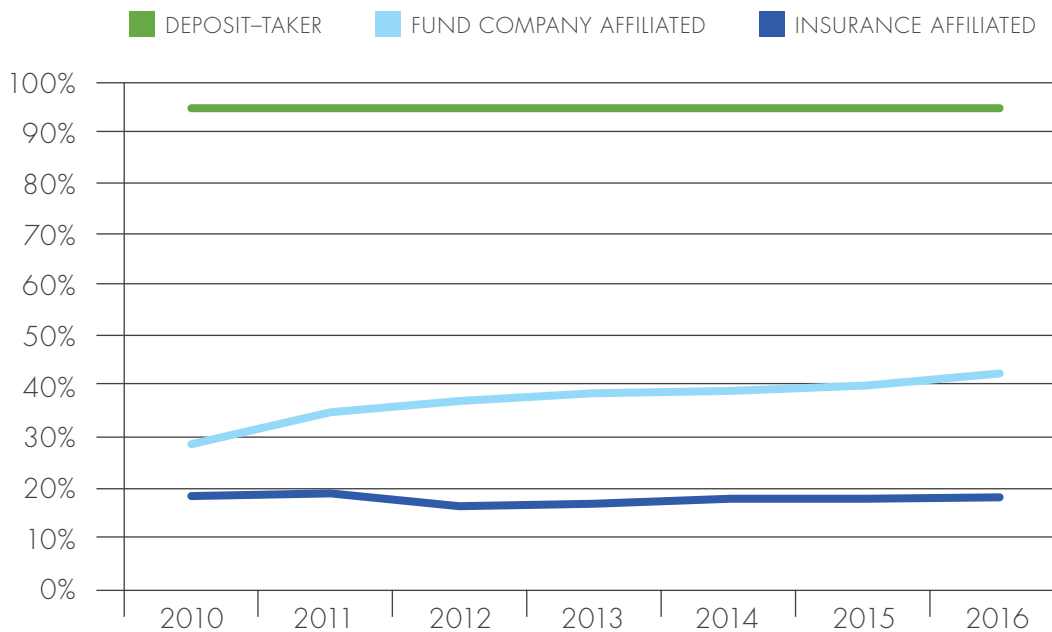
These firms almost exclusively employ advisors as agents and the advisors are responsible for developing their own book of business and financing their own business operations. These firms may be affiliated with an insurance carrier, fund manufacturer or completely independent of a product manufacturer. With one exception, all FA firms offer third party funds (or have “open” product shelves).

The following summarizes the MFDA membership using the distribution categories:

DISTRIBUTION MODEL	NUMBER OF FIRMS
DIRECT SELLER	9
DEPOSIT-TAKER	13
FINANCIAL ADVISORY	69
TOTAL	91

Percentage of Proprietary Mutual Funds by Distribution Model*

(B.1)



* INCLUDES ONLY FIRMS WITH OPEN PRODUCT SHELVES.

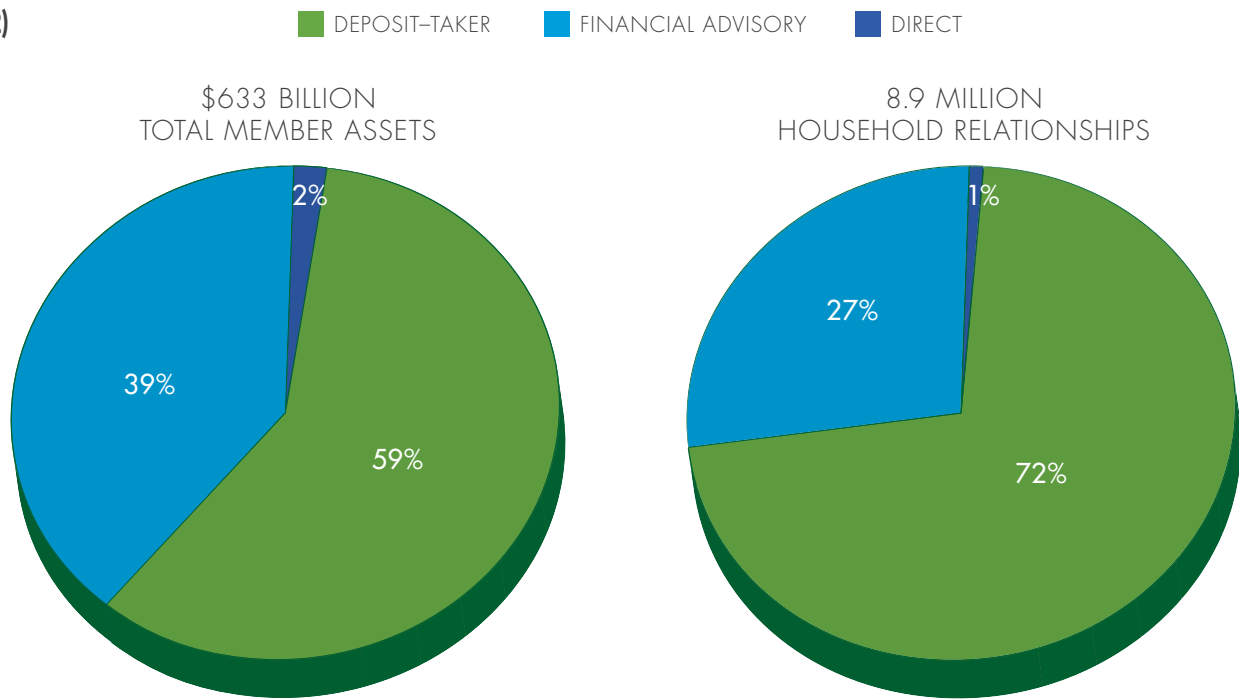
Figure B.1 charts the amount of proprietary mutual funds held within certain MFDA Member distribution models since 2010. Figure B.1 illustrates a key difference between the business models and in particular the insurance affiliated firms and deposit-takers. Insurance affiliated FA firms and deposit-takers are both affiliates of large financial institutions in a broad context. However, these firms operate very different business models within the MFDA.

For deposit-takers, approximately 95% of their mutual fund AUA is comprised of proprietary mutual funds. The client's primary relationship is typically with the bank or credit union and generally their advisors are not assigned to particular clients. A salaried workforce and what essentially amounts to a closed proprietary product shelf allow deposit-taker firms greater flexibility in determining how to finance mutual fund distribution.

In contrast, at FA firms, advisors are predominantly employed as agents and are responsible for establishing their own book of business and managing their own business operations. As evidenced in figure B.1, fund affiliated FA firms have just over 40% of assets in proprietary mutual funds and insurance affiliated firms have less than 20% of their AUA in proprietary mutual funds. Unlike the deposit taking firms, the FA firms do not have the same flexibility to restructure or manage revenue and costs between fund manufacturing and distribution.

MFDA Assets and Households by Distribution Model

(B.2)

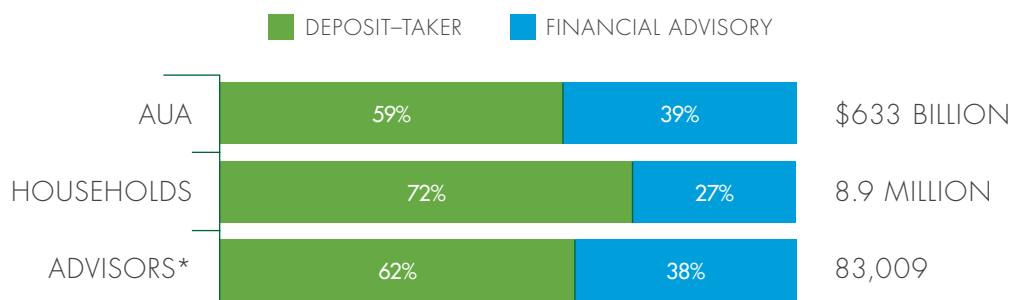


The deposit-takers have the vast majority of household relationships (72%) and assets (59%) in the MFDA membership. FA firms are the second largest category with 27% of households and 39% of membership assets. Direct sellers represent 1% of all household relationships and 2% of assets within the MFDA membership.

(C) Deposit-Taker and Financial Advisory Firm Comparison

Since the deposit-takers and FA firms are the two most significant business models within the MFDA membership, we performed a comparative analysis of these two categories.

(C.1)



* SOURCE: MFDA MEMBER FORM 1 FILINGS.

In terms of the overall membership demographics, deposit-takers have the greatest share of the \$633 billion of membership assets (59% or \$372 billion), 8.9 million household relationships (72% or 6.4 million) and 83,009 licensed advisors (62% or approximately 51,000).

(C.2) Asset Distribution by Household Asset Level – Deposit-Taker and Financial Advisory Firms

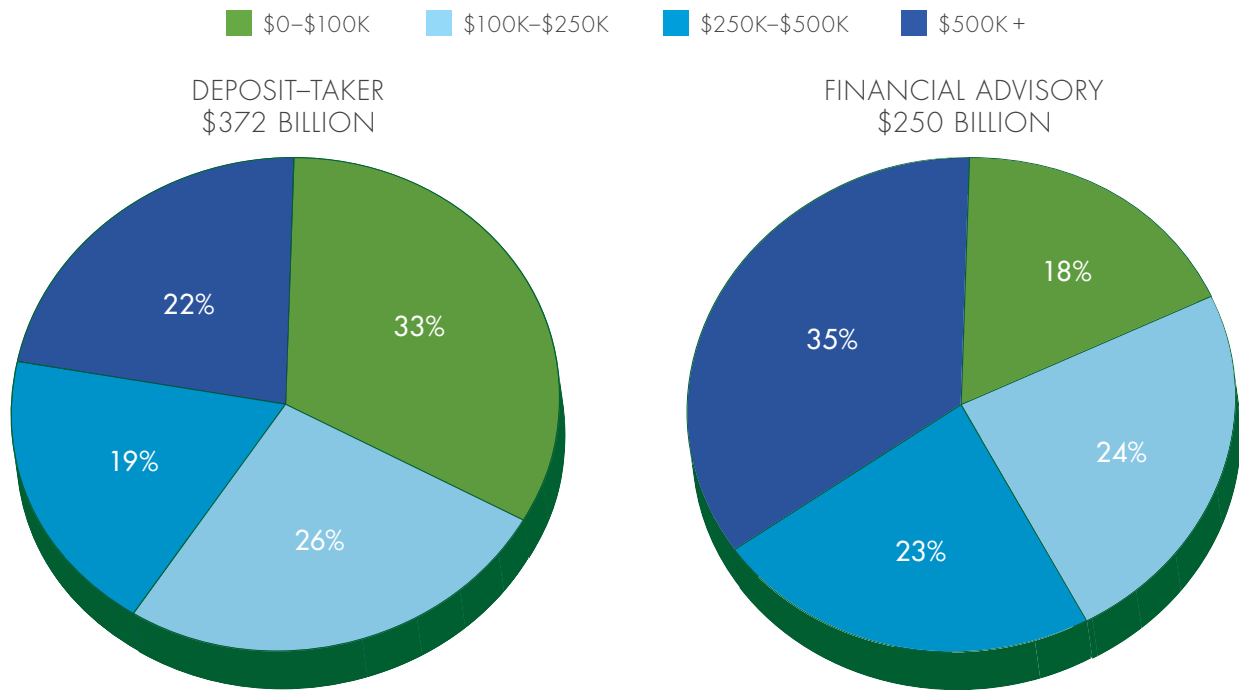


Figure C.2 provides an overview and comparison of the amount of assets that comprise deposit-taker and financial advisor AUA segmented by household wealth. As outlined in Figure C.2, 33% of deposit-taker AUA is from mass market households. In comparison, 18% of FA firms’ AUA is from mass market clients. Both distribution models have a comparable percentage of their assets with lower-mid market households with the deposit-takers having slightly less of their assets with upper mid-market households. FA firms have more assets with affluent households (35%) than the deposit-takers (22%). Deposit-takers have a lower percentage in the upper mid-market and affluent households as they typically refer clients that have accumulated over \$250,000 in financial assets to an affiliated investment dealer or portfolio manager.

(C.3) Deposit-Taker and Financial Advisory Firm Share of Total MFDA Member Households

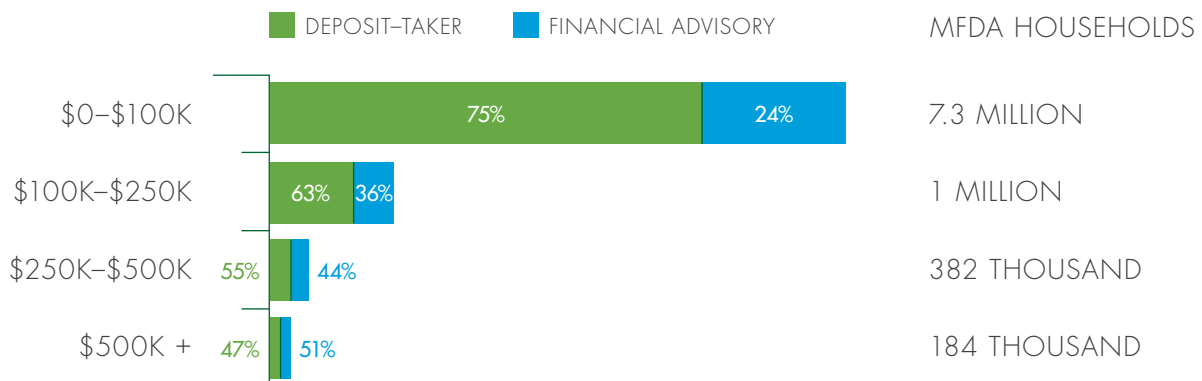


Figure C.3 compares the deposit-taker and FA firm share of household relationship segmented by household wealth. The deposit-takers service 75% (or 5.4 million households) of the 7.3 million mass market segment. FA firms gain market share in the mid-market segment with 36% in the lower mid-market (approximately 367,000 households) and 44% in the upper mid-market (approximately 167,000 households) categories. The FA firms slightly surpass the deposit-takers (51% or approximately 94,000 households) in the affluent household wealth segment.

(C.4) Household Distribution by Age Group – Deposit-Taker and Financial Advisory Firms

HOUSEHOLD AGE	DEPOSIT-TAKER	FINANCIAL ADVISORY	CANADA*
0–24	2%	2%	6%
25–44	32%	28%	31%
45–54	24%	25%	19%
55–64	22%	23%	18%
65+	20%	22%	26%

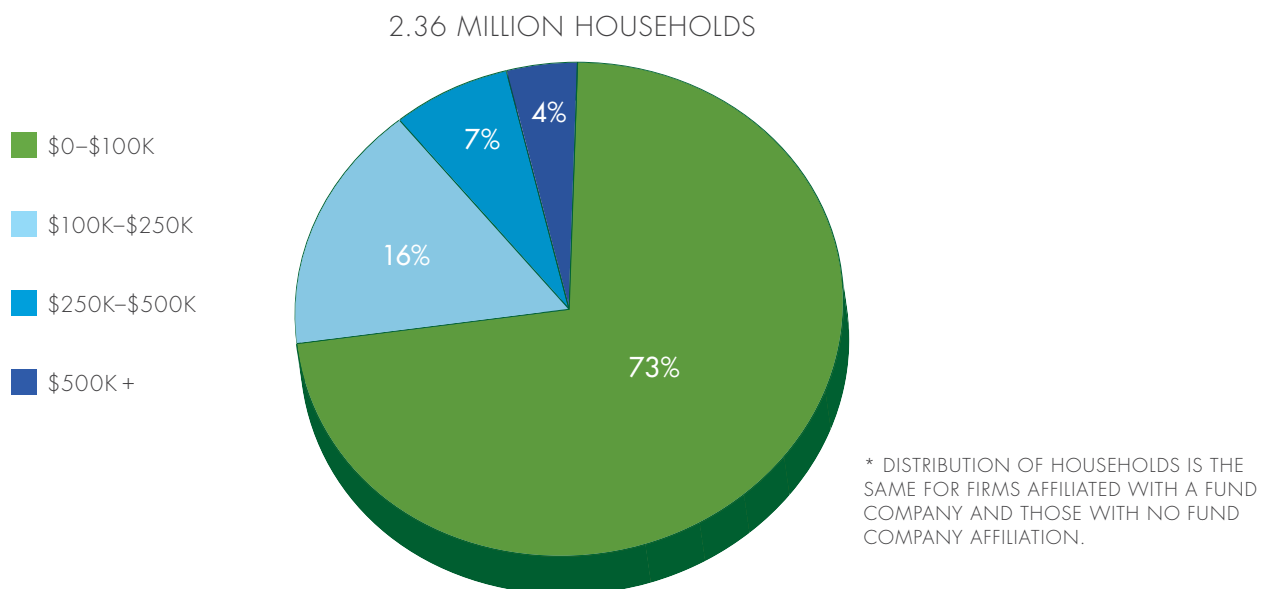
* SOURCE: STRATEGIC INSIGHT (CANADA).

Of particular interest to the MFDA was the age distribution of the MFDA client base. Age of the household was determined by the most senior person living in the household. As noted in the figure above, there is a similar distribution by age between households serviced by deposit-taker and FA firms.

(D) Financial Advisory Firms

Further analysis was performed specifically relating to FA firm clients, mutual fund assets by load type and advisor book size and composition.

(D.1) Household Distribution by Household Asset Level – Financial Advisory Firms*



As demonstrated in Figure D.1, there are 2.36 million households serviced by FA firms. Of those 2.36 million, 73% or 1.7 million households are mass market households with less than \$100,000 in financial assets. Those 1.7 million households own 18% of assets managed by FA firms (Figure C.2). The remaining 23% of mid-market households and 4% of affluent households own 47% and 35% of the assets managed by FA firms respectively.

The MFDA investigated whether there was a difference in household wealth segments serviced by independent FA firms and FA firms affiliated with a fund manufacturer (including both fund company and insurance carrier affiliated firms) and determined that affiliated and independent FA firms have the same distribution of households by wealth segment.

Age of Mass Market Households Serviced by Financial Advisory Firms

As FA firms are most likely to be impacted by a ban of embedded compensation and given mass market clients are less likely to be able to afford direct pay arrangements or less likely to be eligible for fee-based programs⁶, further analysis of the age of the 1.7 million mass market households was performed and is outlined below.

(D.2) Distribution by Age Group (Households <\$100K) – Financial Advisory Firms

1.7 MILLION HOUSEHOLDS

HOUSEHOLD AGE	HOUSEHOLD DISTRIBUTION
0–24	2%
25–44	35%
45–54	26%
55–64	20%
65+	17%

Of the 1.7 million mass market households serviced by FA firms, there are 638,000 households (or 37%) where the most senior client in the household is approaching or in retirement (i.e. over 55 years of age).

⁶ Members that offer fee-based programs set minimum account sizes starting at \$100,000 in assets. Existing fund administered fee-based programs tend to be targeted towards higher net worth clients.

Financial Advisory Firm AUA by Load Structure

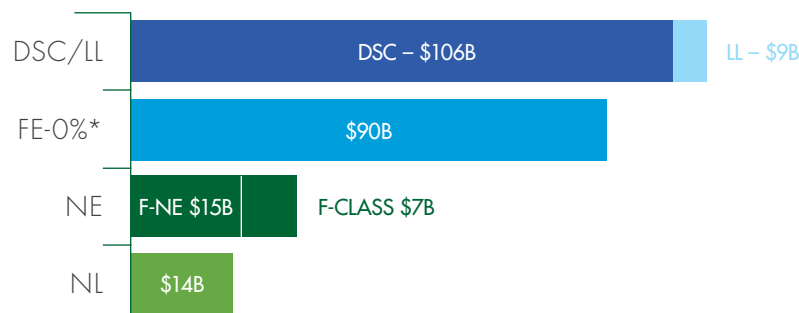
Mutual fund assets were segmented into the following load structures:

	DSC DEFERRED SALES CHARGE	FE FRONT-END LOAD	LL LOW-LOAD	NE NON-EMBEDDED	NL NO-LOAD
POINT OF SALE COMMISSION	EMBEDDED	CLIENT PAID	EMBEDDED	NONE	NONE
TRAILER FEE	EMBEDDED (30–50bps)	EMBEDDED (60–100bps)	EMBEDDED (40–70bps)	NONE	EMBEDDED (50–100bps)
COMMENTS	Up-front commission paid by issuer 5–7 year redemption schedule	Commission paid by client at purchase (deducted from amount invested)	Lower up-front commission paid by issuer Shorter redemption schedule (e.g. 3 yrs)	No up-front commission No trailer commission	No up-front commission Pays a trailer commission

Trailing commissions vary depending on the asset class and load type. With respect to asset class for example, a front end load (“FE”) domestic equity fund may pay a 1% trailing commission and a FE domestic fixed income fund may pay a 0.65% trailing commission. In general, the trailing commission paid on a deferred sales charge (“DSC”) fund is approximately half that of the FE series of the same fund.

With respect to non-embedded (“NE”) funds, there are two types of funds within this category. First, there are F-class funds that are held within MFDA dealer administered fee-based programs. Typically, fees for existing dealer administered programs are calculated on a declining rate based on assets. Fee rates generally begin at 1.5% for accounts in the lowest asset tier and can decline as assets increase to as low as 0.50% to 0.25% in the highest asset tier. The second type of non-embedded funds are funds held within fund company administered fee-based programs (“F-NE”) where the fund redeems units and distributes the proceeds to the dealer to pay the advisory fee. The non-embedded funds in the fund company administered programs that exist today are generally wrap products or portfolio solutions with negotiable fees that tend to be marketed towards higher net worth clients.

(D.3) Distribution by Mutual Fund Load Structure – Financial Advisory Firms



* BASED ON MFDA INFORMATION, MUTUAL FUNDS SOLD ON AN FE BASIS ARE GENERALLY SOLD WITHOUT AN INITIAL SALES CHARGE.

DSC and low load (“LL”) funds make up the largest component of FA firm mutual fund assets comprising about 48% of mutual fund assets held by FA firms. The MFDA has, however, observed changes in the industry regarding the sale of DSC funds over the past year. First, MFDA Members have been conforming to the guidance outlined in the MFDA DSC Sweep Report published in December 2015. Members have established supervisory controls and procedures to oversee, and in some cases limit or restrict, trading in DSC funds. Certain fund companies have also decided to discontinue offering DSC as an option for their funds⁷. Further, since the implementation of CRM2, the MFDA has also observed a rise in fee-based platforms and accounts within the MFDA membership. DSC mutual fund assets within the MFDA membership, while material, appear to be declining.

FE funds comprise 37% of total FA firm fund assets. MFDA data indicates that the vast majority of FE funds were sold without an upfront charge (i.e. 0% front-end load).

There is \$14 billion (6%) in no-load funds and for NE funds, there is approximately \$7 billion (3%) in F class funds and the remaining \$15 billion (6%) in fund administered fee programs.

Financial Advisor Profile

Based on the advisor codes submitted to the MFDA, we were able to perform an analysis of advisor book size as outlined below:

(D.4) Assets, Households and Advisors by Book Size – Financial Advisory Firms

BOOK SIZE	ASSETS* (MILLIONS)	HOUSEHOLDS**	ADVISORS***	ADVISORS (%)
<\$500K	\$1,847	83,257	11,957	35.2%
\$500K-\$2M	\$7,495	196,030	7,064	20.8%
\$2M-\$10M	\$39,082	636,113	8,238	24.2%
\$10M-\$20M	\$42,872	438,706	3,099	9.1%
\$20M-\$50M	\$80,492	597,884	2,706	8.0%
\$50M+	\$69,198	348,901	903	2.7%
TOTAL	\$240,986	2,300,891	33,967	100%

* INCLUDES ONLY MUTUAL FUND ASSETS.

** EXCLUDES HOUSEHOLDS WITH NO ADVISOR CODE OR NO MUTUAL FUND ASSETS.

*** BASED ON ADVISOR CODES SUBMITTED TO MFDA.

Almost all advisors licensed with FA firms are dually licensed to sell insurance and therefore they are not necessarily relying solely on revenue from mutual fund activity to generate income. However, as indicated in the figure above, approximately 56% of advisors licensed with FA firms (or 19,021) advisors, have a book size of less than \$2 million. While the MFDA did not collect data on advisor revenue from insurance activity outside the MFDA Member, advisors with a book of business of less than \$2 million are likely not able to support themselves solely from their advising activity and may have other occupations.

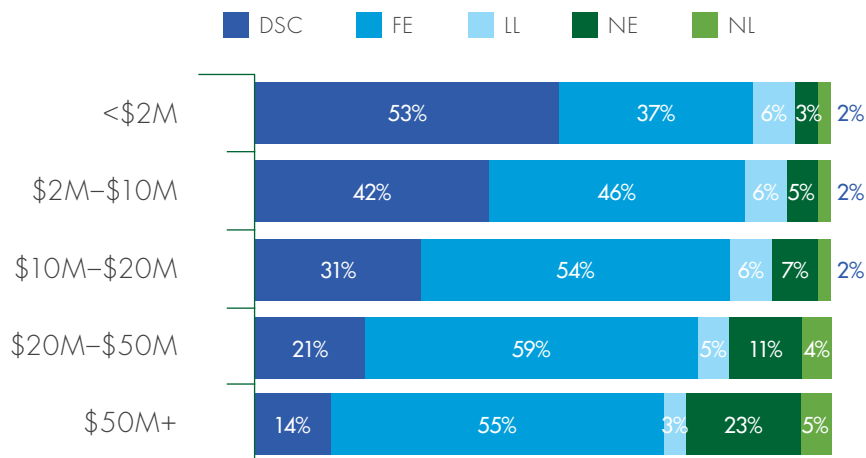
⁷ On September 19, 2016, Investors Group, a member of the IGM Financial Inc. group of companies announced plans to close the DSC purchase option of Investors Group’s funds for all new lump sum investments, effective January 1, 2017. On March 31, 2017, Dynamic Funds, announced plans to close the DSC purchase option of Dynamic funds for all new investments, effective June 30, 2017.

From the FA firm perspective, approximately 20% of advisors (6,708 advisors) or advisors with a book of business over \$10 million are responsible for 80% of the FA firms' AUA. In other words, 20% of FA firm advisors are responsible for driving 80% of the firms' revenue.

Mutual Fund Load Type by Advisor Book Size

Based on the advisor codes submitted to the MFDA, we were able to perform an analysis of advisor book size as outlined below:

(D.5) Asset Load Types by Advisor Book Size – Financial Advisory Firms*

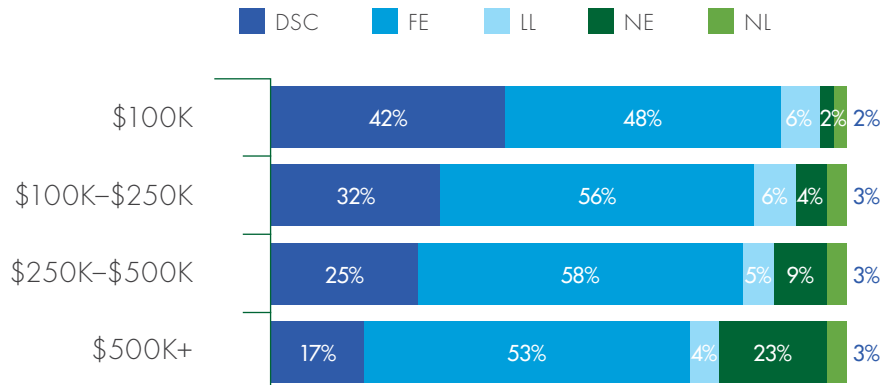


* INCLUDES ONLY FIRMS WITH OPEN PRODUCT SHELVES.

Figure D.5 outlines the percentage of funds by load type within FA firm advisors' books of business. Advisors with a book size of less than \$2 million are most reliant on DSC commissions to finance their operations with 53% of their book in DSC funds. As advisor book size increases, the amount of DSC within the book decreases and mutual fund assets shift to FE and NE funds. A mandatory switch to fee-based or direct pay arrangements will therefore have a greater impact on those smaller advisors who are more reliant on DSC commissions than those advisors who are currently predominantly earning trailing commissions.

Mutual Fund Load Type by Client Wealth

(D.6) Load Type Share by Household Asset Level – Financial Advisory Firms*



* INCLUDES ONLY FIRMS WITH OPEN PRODUCT SHELVES.

Mass market households have the greatest concentration in DSC funds and as household assets increase, they experience a shift from DSC funds to FE and NE funds. Advisors may be using the embedded DSC commission paid by the fund company upon purchase to finance the cost of offering advisory services to mass market clients. If so, a ban of embedded compensation would eliminate the DSC commission and may result in advisors having to charge clients an upfront fee to cover the cost of their services. As mass market households are less likely to be able to afford direct pay arrangements and are less likely to be eligible for fee-based programs, they would be the most impacted by a ban of embedded compensation.

It is the case, however, that mass market households serviced by advisors with larger books have materially lower levels of DSC than mass market households serviced by advisors with smaller books of business. It appears that as advisors grow their business, they reduce their reliance on DSC across the households that they service.

(E) Geographic Segmentation – Financial Advisory Firms

MFDA Members operate in all provinces and territories across Canada.

Figure E.1 provides a breakdown of MFDA Member households located in the various provinces and territories by client wealth segments.

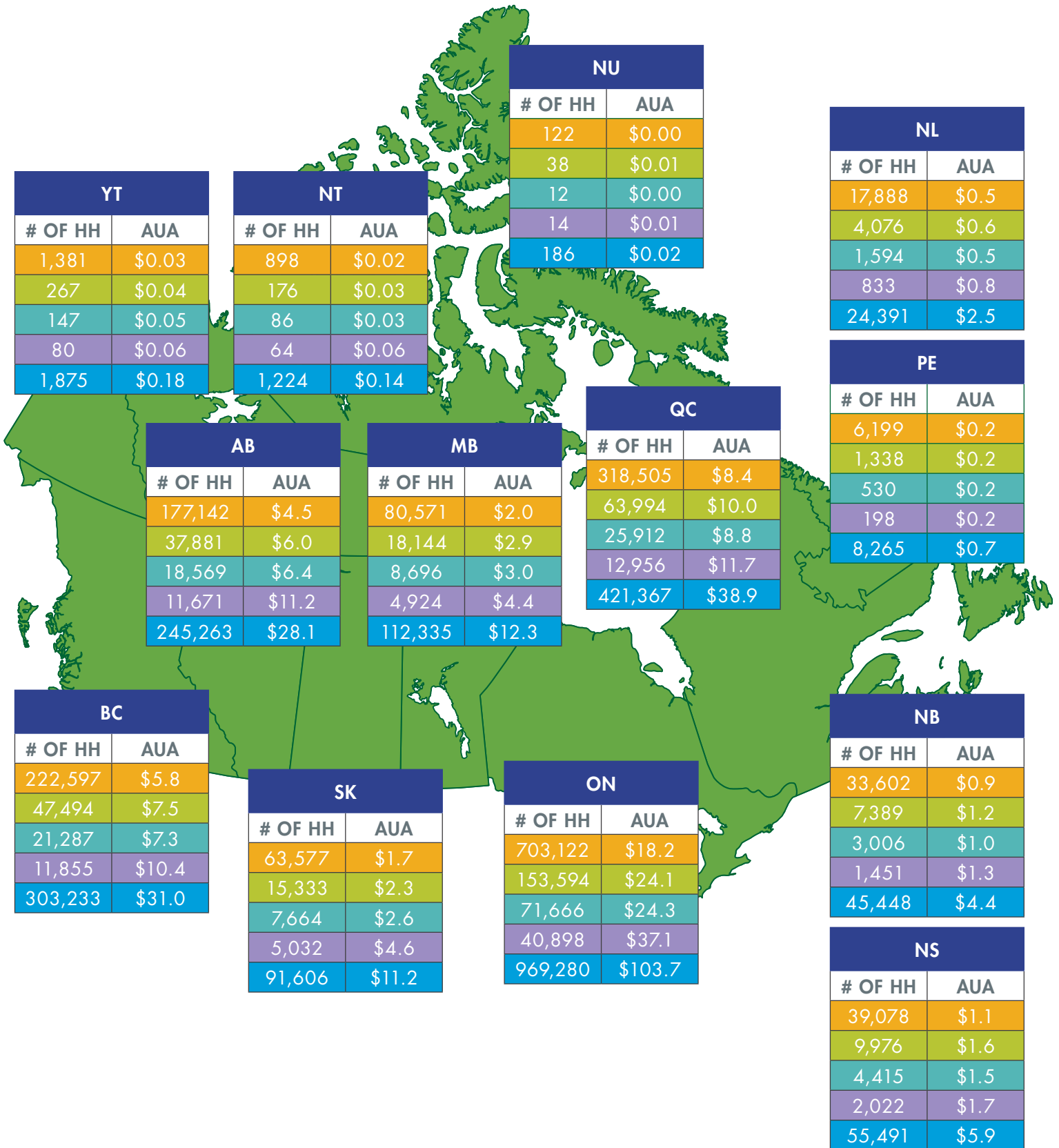
Figure E.2 provides a breakdown of the number of mass market households within each province and territory and further segments mass market households into urban and rural locations⁸.

Figure E.3 provides a breakdown of advisors licensed in the various provinces and territories segmented by advisor book size. The provincial segmentation was determined using provincial licensing and not by advisor residence. As advisors may be licensed in more than one jurisdiction, information for such advisors would be replicated in each jurisdiction of registration.

⁸ Urban and rural household locations were identified using postal code information as defined by the Canada Post Corporation.

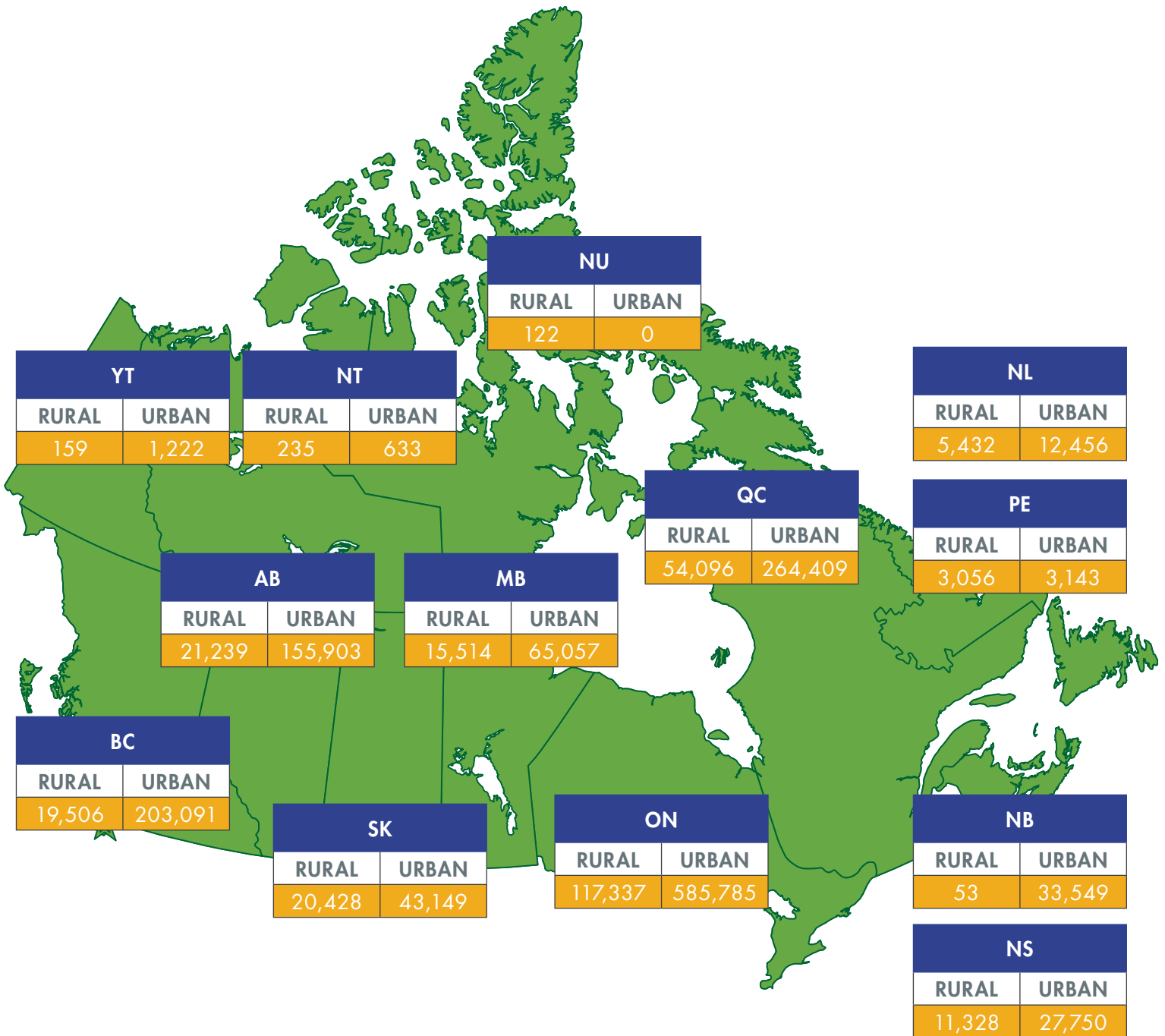
(E.1) Provincial Segmentation – MFDA Households and Assets by Household Asset Level – Financial Advisory Firms (AUA in Billions)

HOUSEHOLD ASSET LEVEL ■ \$0-\$100K ■ \$100K-\$250K ■ \$250K-\$500K ■ \$500K+ ■ TOTAL



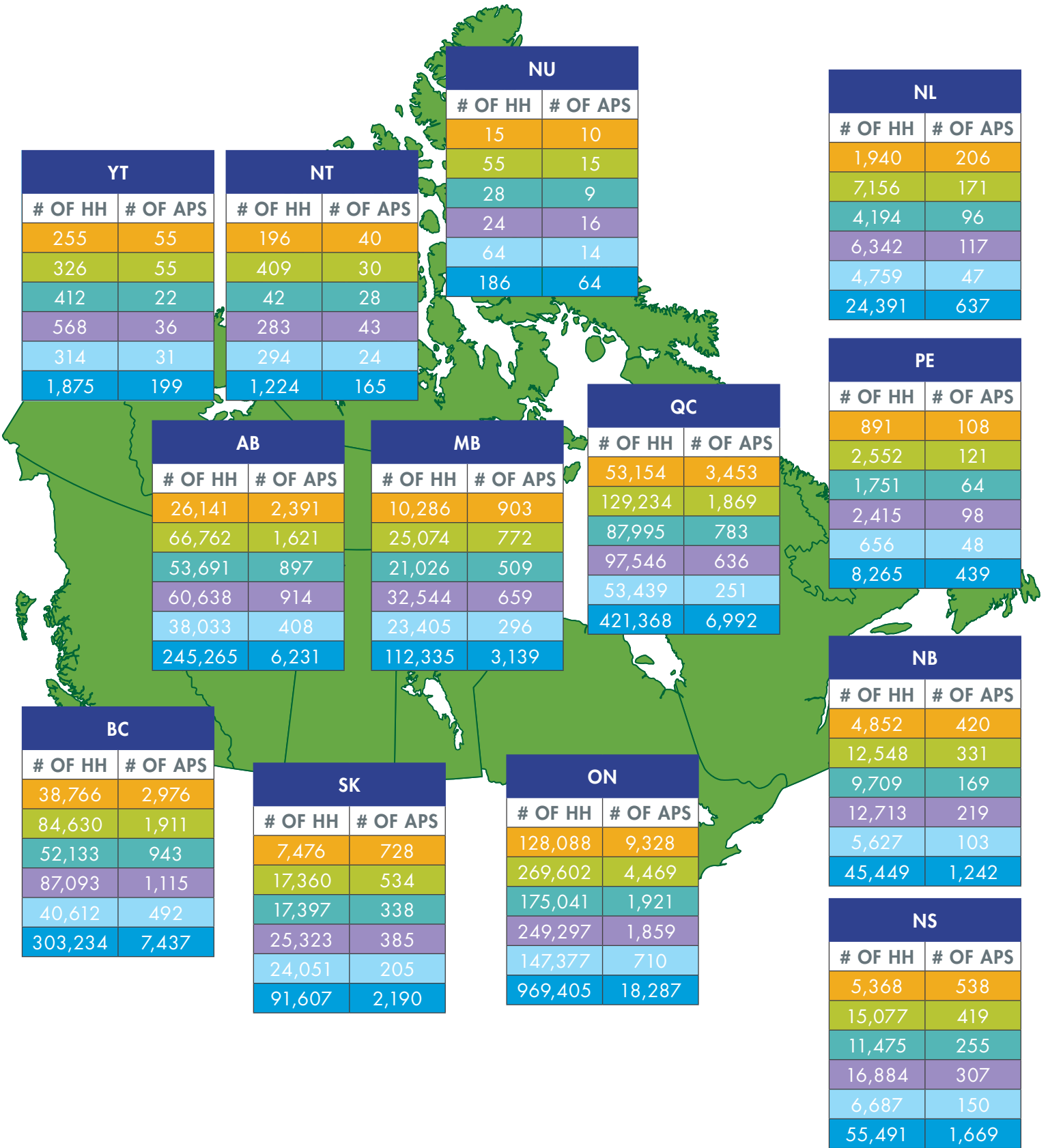
(E.2) Provincial Segmentation – Rural vs Urban Households – Financial Advisory Firms

HOUSEHOLDS <\$100K WEALTH



(E.3) Provincial Segmentation – MFDA Households and Assets by Advisor Book Size – Financial Advisory Firms

ADVISOR BOOK SIZE ■ \$0–\$2M ■ \$2M–\$10M ■ \$10M–\$20M ■ \$20M–\$50M ■ \$50M+ ■ TOTAL



PART III: SUMMARY REMARKS

Canadian Household Wealth and the MFDA Client Base

MFDA Members service more mass market households and license more advisors than any other category of securities registrant in Canada. Deposit taking firms are responsible for servicing the majority of MFDA Member households (72%) and licensing the most number of advisors (approximately 51,000) within the MFDA membership. However, FA firms form a significant part of the industry servicing 2.36 million households and licensing approximately 32,000 advisors within the MFDA membership.

The FA firms, and their advisors, are the most likely to experience an impact from a ban of embedded compensation. Approximately 56% (or 19,021) of advisors licensed with FA firms have small books of business and predominantly rely on DSC commissions to finance their operations. Mass market clients are more likely to purchase DSC funds and therefore are also more likely to experience an impact from a ban of embedded compensation.

In other countries where embedded compensation has been banned, concerns have been raised regarding the loss of advisors and inability of mass market clients to access advice. It is difficult to predict to what extent these outcomes will occur in Canada. One notable difference between the CSA proposal and the practices in the United Kingdom and Australia is that the CSA proposal would only apply to investment funds. In other countries, the ban of embedded compensation applied more broadly to other investment products. Given almost all licensed advisors with FA firms are dually licensed to sell insurance and the CSA proposal to ban embedded compensation would not apply to insurance products (such as segregated funds), clients may not in fact experience any change in their advisory relationship. Rather, advisors may decide to recommend products or services to their clients that are not subject to the same regulatory requirements.

Whatever course of action is ultimately proposed with respect to embedded compensation and investment funds, regulators will also need to be mindful of all conflicted compensation arrangements that raise similar or even greater regulatory concerns. In this regard, MFDA has identified regulatory and investor protection concerns with other compensation arrangements, and in particular, with the sale of exempt securities and referral arrangements with portfolio managers⁹.

Finally, we note that there are two components of embedded compensation: point of sale commissions (e.g. DSC) and trailing commissions. With respect to embedded point of sale commissions, MFDA has identified investor protection concerns with certain DSC trading activity, particularly involving senior investors. DSC trading has also been a focus of MFDA compliance examinations and the subject of investor complaints received by MFDA. With respect to a potential ban of trailing commissions, there may be additional implications beyond the scope of this report. Accordingly all such relevant factors, as well as alternatives to addressing the demonstrable investor protection issues, should be explored further to fully assess the costs and benefits of eliminating embedded point of sale commissions and/or trailing commissions.

⁹ MFDA Bulletin #705-C, *Review of Compensation, Incentives and Conflicts of Interest*.



Mutual Fund Dealers Association of Canada
Association canadienne des courtiers de fonds mutuels

121 King Street West, Suite 1000, Toronto, Ontario M5H 3T9

Disclaimer: This publication is intended to convey information for regulatory discussion purposes only and is not to be used for any other purpose. While the MFDA (the "publisher") and the parties providing data used in the report (the "data providers") have taken precautions to determine that the information contained in this publication is reliable, and that the procedures used to summarize and analyze such information are based on acceptable practices and principles in the financial services industry, there is no guarantee that the information or analysis is accurate. The information and the underlying activity addressed in this report are subject to change at any time. The publisher and the data providers make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or timeliness of information, analysis or views contained in this publication which are provided only for the purpose stated herein. The publisher and the data providers disclaim all liability of whatsoever kind for any damages or losses incurred as a result of reliance upon or use of this publication or the information, analysis or views contained therein.



THE INVESTMENT
FUNDS INSTITUTE
OF CANADA

L'INSTITUT DES FONDS
D'INVESTISSEMENT
DU CANADA

Global Regulatory Developments and Impacts

April 2017



OVERVIEW

Securities regulators in Canada and around the world have increased their focus in recent years on regulatory reforms to improve investor protection. These deliberations have led to a growing interest in how to address potential conflicts of interest in the sale of retail investment products.

There is no consensus on how to deal with potential conflicts. Approaches range from imposing a statutory best interest or fiduciary duty on advisors, to enhancing transparency and disclosure, to improving advisor proficiency and, in the most extreme cases, to banning embedded commissions.

This document tracks major regulatory initiatives and associated impacts in 16 key international markets. It will be updated periodically to reflect ongoing developments.

TABLE OF CONTENTS

- Summary 1
- Australia 3
- Canada 4
- Denmark 5
- European Union 6
- Germany 7
- Hong Kong 8
- India 9
- Ireland 10
- Japan 11
- Netherlands 12
- New Zealand 13
- Singapore 14
- South Africa 15
- Sweden 16
- United Kingdom 17
- United States 19

Summary

The most common approaches that have been pursued to enhance investor protection and address potential conflicts of interest include expanded disclosure, targeted reforms to improve the advisor client relationship, imposing a statutory best-interest standard or fiduciary duty on advisors, and banning embedded commissions.

Across jurisdictions, there are inconsistencies in the types of products being regulated, with some jurisdictions imposing restrictions just for investment products, while other jurisdictions address virtually all deposit, insurance, investment, mortgage and other commission-driven products.

Different jurisdictions have approached the issue of potential conflicts of interest in different ways and there is no “silver bullet”. However, the detailed analysis by country on the following pages reveals a number of significant trends:

1. Few jurisdictions have banned embedded commissions

The most extreme measure – banning embedded commissions – has been evaluated by securities regulators in many jurisdictions. Only four (Australia, the Netherlands, the U.K. and South Africa) have opted to proceed.

Securities regulators and governments in other countries, including Sweden, Hong Kong, Germany, New Zealand, and Singapore, have examined this option and explicitly ruled out a total ban on embedded commissions.

While Europe, through MIFID II, proposes to prohibit independent advisors from accepting commissions, the independent advice channel is one of the smallest channels in the European funds industry, representing just 11% of assets. The vast majority of fund sales are made through banks, where the MIFID II prohibition does not apply.

In all, only 13% of total worldwide mutual fund assets of \$39.4 trillion are covered, or slated to be covered, by a ban on embedded commissions.

2. Even fewer jurisdictions have created a fiduciary or best interest standard

Australia is the only country that has adopted a broad statutory best interest standard for advisors in the sale of retail funds.

In the U.S., the Department of Labor (DOL) has adopted a rule that expands the definition of “fiduciary” under the Employee Retirement Income Security Act by requiring investment advisers who provide advice to retirement accounts—including broker-dealers and insurance agents—to abide by a fiduciary standard. Compliance with the rule is scheduled to come into effect on June 9, 2017.

Summary

3. Enhanced disclosure is the favoured regulatory option in most jurisdictions

The majority of markets have made enhanced disclosure a key element of newly developed financial principles and policies. Enhanced disclosure initiatives have been implemented in every country reviewed except the U.S. The majority of disclosure has come in the form of detailed information on fees and commissions to improve transparency.

4. It is too early to evaluate success in the markets that have made sweeping changes

Most of the foreign regulatory changes are recent (or in the case of the DOL rule, and the European MiFID II rules, not yet in effect) with little independent research available to evaluate their impact. However, early evidence can serve as a guide to other regulators that are considering similar changes. In the U.K. for example, there is strong evidence of an advice gap without any clear evidence of a reduction in “mis-selling” incidents or a reduction in total costs to investors.

5. Targeted reforms are more likely to limit unintended consequences.

The greatest risks of implementing sweeping reforms are the potential for triggering unintended consequences, such as higher investor costs, decreased product choice, or reduced access to advice. Targeted reforms are better able address the underlying issues while leaving investor benefits intact.

Australia

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
YES	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✓	<p>Regulatory Status: Integrated – Australia Securities and Investments Commission (ASIC) – supervision of securities, derivatives, general and life insurance, superannuation, margin lending, carbon units, deposit accounts and means of payment facilities</p> <p>The Australian Government introduced ‘Future of Financial Advice’ (FoFA) reforms in 2012, with compliance beginning in 2013. Reforms include:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A ban on conflicted remuneration structures including commissions and volume based payments in relation to the distribution of and advice on a range of retail investment products but excluding life insurance; • A duty for financial advisers to act in the best interests of their clients; • An opt-in obligation that requires advice providers to renew their clients’ agreement to ongoing fees every two years; and • An annual fee disclosure statement requirement showing the amount of fees paid by the client, the services that they were entitled to receive, and the services that they did receive. <p>These reforms are currently applicable to all financial products except life insurance; however, ongoing governmental and regulatory inquiry and action may result in removing or limiting the exception of life risk insurance products from the conflicted remuneration ban.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✗	

IMPACTS

Impact of reforms has not been systematically investigated. However, potential negative impact on savings and advice is limited as Australia’s fund industry is underpinned by Australia’s government-mandated retirement scheme (superannuation), which requires all employers to make tax-deductible superannuation contributions on behalf of their employees (9.5% of wages).

Canada

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Non-Integrated – Securities regulation is separate from banking and insurance regulation and is done at the provincial and territorial level. The 13 securities regulators (10 provincial and 3 territorial) cooperate through the Canadian Securities Administrators (CSA).</p> <p>In Canada, regulatory changes have focused on improved transparency and disclosure. The Canadian Securities Administrators (CSA) have enhanced point of sale disclosure and the annual reporting of fees and performance. Starting in 2017, investors are receiving annual statements showing, in dollar terms, the fees associated with distribution and advice related to their accounts and the annual return of their investments on a dollar-weighted basis. The CSA is launching a multi-year research project to examine the impact of these changes on firm practices, product sales, fees and performance, distribution trends, as well as investor knowledge and behavior.</p> <p>The CSA has launched consultations to examine whether additional actions, such as the banning of embedded commission or the imposition of a regulatory best interest standard, are warranted.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✗	

Denmark

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
<p style="text-align: center;">NO (beyond MiFID requirement)</p>	<p>Fiduciary Duty/ Best Interest Standard</p>	<p>✗</p>	<p>Regulatory Status: Integrated – The Danish Financial Supervisory Authority is responsible for regulation, supervision and collecting statistics from financial sector participants. These include banks, stock exchanges, securities and money market brokers, clearing and registration organizations, insurance companies, pension funds, insurance brokers, investment companies and investment associations.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Regulators have assessed and rejected a total ban on commissions. • Denmark will implement MiFID II but will not “gold-plate” the rules. • There is some concern that smaller investors would be left without access to investment advice.
	<p>Enhanced Disclosure</p>	<p>✓</p>	
	<p>Targeted Reforms</p>	<p>✓</p>	

KEY REFERENCE
Denmark will not gold-plate Mifid II inducement rules by David Ricketts, Ignites Europe. Published February 4, 2016.

European Union

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
PARTIAL	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✓	<p>Regulatory Status: Non-integrated – European Securities and Markets Authority (ESMA) – Provides only securities supervision at EU level but rules must be implemented at state level.</p> <p>MiFID provides, as a high-level principle that, when providing investment services to professional clients and retail clients, a firm must act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its client.</p> <p>The major regulatory changes in the EU are related MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive). The aim of MiFID II is to introduce new harmonized regulation for all financial services across the 31 member states.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	<p>The rules will prohibit independent advisors and portfolio managers (independent distribution represents approximately 11% of the European fund industry) from accepting and retaining commissions, unless they are minor, non-monetary benefits (e.g. hospitality of a reasonable de minimis value). Advisors that are not independent will continue to be able to receive fees and commissions from third parties.</p>
	Targeted Reforms	✓	<p>MiFID II also builds on the client's best interests provisions of MiFID I, requiring product manufacturers to ensure that investment products are 'consistent with the needs' of identified target markets. MiFID II also empowers regulators to ban specific products, services or practices where there are threats to investor protection.</p> <p>MiFID II greatly expands disclosure rules that were started in MiFID. MiFID II requires that all costs and related charges must be shown to investors, including information relating to investment services, the cost of advice, and the cost of the financial instrument.</p> <p>The implementation date for MiFID II is January 3, 2018. To take effect, MiFID II rules must be implemented on the local level by the member states of the EU.</p>

IMPACTS

The independent advice channel is one of the smallest channels in the European fund industry (representing 11% of industry assets) and will potentially be most affected by the inducement ban.

Germany

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
<p style="text-align: center;">NO (beyond MiFID requirements)</p>	<p style="text-align: center;">Fiduciary Duty/ Best Interest Standard</p>	<p>✗</p>	<p>Regulatory Status: Integrated – Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) – Objective is to ensure the proper functioning, stability and integrity of the German financial system, including banking, insurance and securities.</p> <p>Through a series of reforms in 2012 and 2014, Germany has adopted rules to raise standards for advisors, enhance fee and commission disclosure, and create a separate designation for fee-based advisors.</p>
	<p style="text-align: center;">Enhanced Disclosure</p>	<p>✓</p>	<p>The German securities regulator, BaFin, has indicated that it does not intend to ban embedded commissions and will not go beyond MiFID requirements in regulating fees.</p>
	<p style="text-align: center;">Targeted Reforms</p>	<p>✓</p>	

Hong Kong

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Non-integrated – Securities and Futures Commission (SFC) regulates securities and futures markets only.</p> <p>Hong Kong has considered a range of regulatory reforms and has decided to consult on targeted reforms and enhanced disclosure. After reviewing global regulatory initiatives and impacts and conducting its own research, the SFC determined that it would rule out banning embedded fees but would focus on enhanced disclosure and targeted reforms. In its consultation paper, it writes: “Whilst a pay-for-advice model may eliminate the inherent conflict of interest in receiving benefits from product providers in the sale of investment products to clients, it may have unintended consequences. For instance, an “advice gap” may have emerged in jurisdictions adopting a pay-for-advice model where investors who are without the resources to pay for or unwilling to pay for advice for any reason could be left with no or very limited access to investment products”</p> <p>The SFC is proposing amendments:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Governing the conduct of intermediaries when representing themselves as “independent” or as providing “independent advice”; and • Enhancing the disclosure of monetary benefits received or receivable that are not quantifiable prior to or at the point of entering into a transaction
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

KEY REFERENCE
<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=16CP5>

India

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Development
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Non-integrated – Securities and Exchange Board of India (SEBI) – Regulates only securities.</p> <p>In August 2009, the Securities & Exchange Board of India (SEBI) banned front-end load fees for all mutual fund schemes. The total expense ratio (TER) that can be charged to a scheme is capped at 2.5% (equity funds), 2.25% (debt funds), 2.5% (fund of funds), and 1.5% (ETFs and Index Funds).</p>
	Enhanced Disclosure	✓	<p>In the fall of 2016, SEBI issued a consultation where it proposed preventing mutual fund “distributors” (mutual fund sales agents) from providing incidental or basic investment advice with respect to mutual fund products. The consultation states that “if they want to engage themselves in providing incidental or basic investment advisory services on mutual fund products, they need to register themselves as an investment adviser under IA Regulations.” Currently, “only 515 investment advisers are registered with SEBI” and the vast majority of fund sales are done through “distributors”.</p>
	Targeted Reforms	✓	<p>In 2016, SEBI enhanced disclosure rules requiring absolute amounts of commissions disclosed in semi-annual consolidated account statements provided to investors.</p>

Ireland

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Development
No (beyond MiFID requirement)	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Integrated – The Central Bank of Ireland is Ireland’s central bank and is serves as the country’s financial services regulator.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ireland will implement MiFID II but is not expected to enhance or “gold plate” the rules. • The Central Bank recently sought input on potential reforms to the payment of commissions on financial products (comment period closed October 18), discussing the potential benefits and detriments of commission payments for investors, but is not considering an outright ban.
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

KEY REFERENCE

<http://www.irishtimes.com/business/personal-finance/central-bank-may-curb-broker-commissions-1.2519495>

Japan

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Development
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✓	<p>Regulatory Status: Integrated – Financial Services Agency (FSA) is responsible for insurance, banking, and securities.</p> <p>On January 19, 2017, the FSA released for comment a draft of its Principles for Customer- Oriented Business Conduct applicable to financial firms operating in Japan. Firms are expected to adopted the seven principles and to demonstrate how they are implementing or “absorbing the spirit” of the principles.</p> <p>The seven principles require firms to:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Establish and publish a clear policy for the implementation of client-oriented business conduct; • Demonstrate a high level of expertise and professional ethics and operate in the best interest of their clients; • Accurately monitor potential conflicts of interest with their clients; • Provide detailed information regarding commissions and fees to be borne by clients; • Provide clients with easy to understand information relating to sales and recommendations of financial products and services; • Provide suitable services to clients in the creation, sale, and recommendation of the financial products; and • Adopt remuneration and performance evaluation systems that encourage employees to act in the best interest of clients.
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

Netherlands

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
YES	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	X	<p>Regulatory Status: Integrated – Dutch Authority for the Financial Markets (AFM) – Supervises the conduct of the entire financial market sector: savings, investment, insurance and loans.</p> <p>In January 2014, the Dutch Authority for Financial Markets (AFM) placed a ban on all commissions paid by a product issuer to an advisor relating to advice. The ban applies to virtually all investment, insurance (except property and casualty insurance), and mortgage products. The ban was triggered by high-cost insurance policies that were mis-sold to consumers. Today, clients must pay directly for individual portfolio management, investment advice and execution-only services.</p> <p>In addition to these reforms, enhanced disclosure rules were adopted that require a summary disclosure document to be provided to investors prior to sales, showing fees, type and scope of advice.</p> <p>While there has been some observation of a consolidation in the industry and a potential advice gap, a full and systematic assessment of the impact of the ban is not expected to be undertaken until 2017.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

New Zealand

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✓	<p>Regulatory Status: Integrated – Financial Markets Authority (FMA) – An integrated market conduct regulator providing regulation of securities, savings schemes and insurance sales.</p> <p>The Ministry of Business, Innovation and Employment (MBIE) completed a review of the financial advice industry in 2016.</p> <p>The government has approved a package of changes that includes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Simplifying the regime; • Establishing an even playing field with more proportionate regulatory requirements; • Replacing current adviser designations; • Improving consumer understanding through disclosure and client care; • Enabling lower cost fit for purpose licensing; and • Requiring businesses to have a stronger connection to New Zealand for registration on the on the Financial Service Providers Register <p>There will be a universal obligation on all those providing financial advice to put the interests of the consumer first. Currently only some advisers have this obligation. The consumer-first obligation will be supported by the FMA monitoring and enforcement, where any breaches of the obligation could be penalized.</p> <p>The MBIE evaluated the option of banning commissions but determined that it would not be a “silver bullet” to improve the quality of advice, for the following reasons:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Commissions are not themselves harmful. They are a means of funding the distribution cost of the adviser channel. There is a risk that banning commissions in New Zealand would further limit access to advice. • A ban on commissions would not directly target poor conduct, as the FMA noted in its recent review of insurance replacement business that many advisers do not have high replacement business despite being paid on commission structure. • It would not address conflicts of interest where financial products are sold through in-house distribution channels, such as bonuses or sales targets. • The proposals represent a more prudent approach in the first instance
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

Singapore

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Integrated – Monetary Authority of Singapore (MAS) – An integrated supervisor, overseeing all financial institutions in Singapore – banks, insurers, capital market intermediaries, financial advisors and the stock exchange.</p> <p>Singapore undertook a comprehensive review of retail investment industry in 2012 and ruled out placing a ban or cap on commissions. As stated by Lee Chuan Teck, chairman, Financial Advisory Industry Review Panel and assistant managing director, MAS “...it was not clear that fees would necessarily be cheaper than commissions. In fact, it was more likely that customers with smaller investments ended paying more.”</p>
	Enhanced Disclosure	✓	<p>Reforms have focused on professional standards in the financial advisory industry, improved efficiency in the distribution of life insurance and investment products, and disclosure.</p>
	Targeted Reforms	✓	<p>In January 2015, MAS introduced a balanced scorecard (BSC) remuneration framework to promote a culture of fair dealing. Under the BSC framework, a significant proportion of a representative’s remuneration will be dependent on whether the representative has taken steps to understand the customer’s needs, recommend suitable products, make adequate disclosures and conduct him/herself professionally.</p>

KEY REFERENCES

<http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/2013/presentation-of-financial-advisory-industry-review-panel-report.aspx>

http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20142015/chapter_3/financial_advisory_industry_review.html

South Africa

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
YES	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	X	<p>Regulatory Status: Non-integrated – Financial Services Board (FSB) oversees the non-banking financial services industry, which includes insurance, securities, and financial advisors and brokers.</p> <p>In November 2014, the FSB put forward 55 Retail Distribution Review regulatory proposals that affect market conduct regulation. Implementation is planned in three phases, beginning in early 2017.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	<p>The prohibition of product supplier commissions on investment products and insurance products is to be implemented in two phases, expected in 2017: the first phase will relate to lump sum investments and the second phase will impact recurring contribution investments.</p> <p>Commissions will still be permitted for recurring contribution investment (savings) products sold in the low-income sector.</p>
	Targeted Reforms	✓	<p>FSB will consult on allowing a level of commission to still be available for compulsory annuities below a purchase price threshold.</p> <p>In addition to the ban on commissions, the FSB is enhancing disclosure rules related to fees and remuneration, and requiring that advisors are designated as tied “product supplier agents” or as “registered financial advisors”.</p>

KEY REFERENCE

<https://www.fsb.co.za/NewsLibrary/FSB%20Retail%20Distribution%20Review%20Status%20as%20at%20December%202016.pdf>

Sweden

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO (beyond MiFID requirement)	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✗	<p>Regulatory Status: Integrated – Finansinspektionen – The financial supervisory authority whose role is to promote stability and efficiency in the financial system, as well as to ensure effective consumer protection. It supervises insurance, investment funds, banks, securities and intermediaries.</p> <p>In February 2016, Finansinspektionen published a report on a review of the Swedish savings market. While conflict of interest was identified as a concern in embedded fee arrangements, the Swedish minister for financial markets and consumer affairs recently issued a statement saying that the government will not proceed with the proposal on a ban that goes further than the MiFID II rules. Enhanced disclosure and targeted reforms will be implemented as required by MiFID II rules (see EU section).</p>
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

IMPACTS

Unlike countries such as the U.K., Canada, and the U.S., there are very few independent financial advisors in Sweden; most advisors operate within banks and insurance companies. As Sweden adopts legislation to implement MiFID II, the potential impact will become clearer. EU countries are required to transpose MiFID into law: while countries have leeway to apply stricter rules (such as banning commission as in the U.K. and the Netherlands) they do not have leeway to be less strict.

KEY REFERENCES

<http://www.investmenteurope.net/regions/swedendenmarkfinlandnorway/swedish-government-proposes-not-ban-commission-led-sales/>

<http://www.regeringen.se/rattsdokument/lagratsremiss/2017/01/nya-regler-om-marknader-for-finansiellainstrument-mifid-ii-och-mifir/>

United Kingdom

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
<p style="text-align: center; color: white; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">YES</p>	<p style="text-align: center;">Fiduciary Duty/Best Interest Standard</p>	<p>✓</p>	<p>Regulatory Status: Integrated – Financial Conduct Authority (FCA) – Supervises securities, banking, insurance and intermediaries.</p> <p>FCA introduced the Retail Distribution Review (RDR) reforms at the end of 2012. The reforms raised the minimum level of adviser qualifications, improved the transparency of charges and services and removed commission payments to advisers and platforms from investment products. The ban does not apply to term life insurance products and other protection products.</p> <p>The RDR also requires vertically integrated to ensure that the charges for advice cover the costs of providing that advice, and that the firm does not unreasonably cross-subsidize these costs from other areas of the value chain, such as their products.</p> <p>FCA rules require firms to “act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of clients.”</p> <p>In response to an identified advice gap, U.K. Treasury and FCA launched a Financial Advice Market Review (FAMR). The FAMR report contained the following findings:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Major improvements to the quality of financial advice, driven by the RDR and other regulatory initiatives, have raised standards of professionalism and enhanced consumer protection. • While quality has improved, accessibility has been reduced – the high standard of advice is primarily accessible and affordable only for the more affluent. • There are many consumers who are discouraged by the high cost advice.
	<p style="text-align: center;">Enhanced Disclosure</p>	<p>✓</p>	
	<p style="text-align: center;">Targeted Reforms</p>	<p>✓</p>	

United Kingdom

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
YES	Fiduciary Duty/Best Interest Standard	✓	<ul style="list-style-type: none"> • According to one survey, 69% of advisers had turned away potential clients over the last 12 months, with most stating that the advice services offered would not have been economic given the circumstances of those clients. • A survey of advice firms suggested that the proportion of firms who take on only clients with a minimum portfolio of more than £100,000 has more than doubled over the previous two years – from around 13% in 2013 to 32% in 2015. • The FCA’s own survey of advisers found that 45% of firms rarely provide retirement income options advice to customers with less than £30,000 to invest. • The number of advisors dropped 25% from about 40,000 in 2011 to about 30,000 in 2014. <p>The FAMR did not evaluate specific costs to the investor, but recent evidence shows that there has been no dramatic reduction in investor costs. Grant Thornton’s quarterly survey of wealth managers representing approximately 80% of the industry (evaluating advice charge, platform charge and fund change) found that investors with £100,000 pay on average 2.56% annually in fees (10% less than before RDR, at 2.86%).</p> <p>Advisor service firm True Potential, tracking 4,000 advisors, calculates that the average retail investor pays 3.1% in first year of his/her relationship with an adviser, up from 2.99% 2012, before RDR.</p>
	Enhanced Disclosure	✓	
	Targeted Reforms	✓	

United States

Ban on Embedded Commissions?	Major Regulatory Initiatives	Yes/No	Recent Developments
NO	Fiduciary Duty/ Best Interest Standard	✓	<p>Regulatory Status: Non-integrated – Securities regulation and market conduct supervision is split between agencies and not inclusive of banking and insurance.</p> <p>Embedded commissions are not banned in the United States but it is a jurisdiction where market forces and choice have led the vast majority of fund sales to be made through unbundled fee structures.</p> <p>On April 6, 2016, the DOL released its final rule addressing conflict of interest in retirement advice by expanding the definition of “fiduciary” under the Employee Retirement Income Security Act (ERISA). The rule requires investment advisers – including broker-dealers and insurance agents – who provide advice to retirement accounts, to abide by a fiduciary standard in order to manage conflicts of interest. Compliance will be required beginning in April 2017.</p> <p>Under the rule, advisors who provide fiduciary investment advice are not permitted to receive payments (embedded commissions) creating conflicts of interest without a specific prohibited transaction exemption.</p>
	Enhanced Disclosure	✗	<p>While there is no plan to expand the fiduciary rule to non-retirement investments, the outgoing Chair of the Securities and Exchange Commission, Mary Jo White, has pledged to “continue to work to develop support from commissioners for a uniform fiduciary duty for investment advisers and broker-dealers, and to bring a workable program for third-party reviews to enhance the compliance of registered investment advisers.”</p>
	Targeted Reforms	✗	

IMPACTS

While the rule has yet to take effect (with some commentators believing it may be scrapped by the new Executive Office of the President) major adjustments are already underway with reports of shrinking product shelves, a move away from embedded commissions and into fee-based accounts, an increase in lower-cost passive investing, advisors exiting the industry and a concern by many that those with smaller account sizes will find it more difficult to access advice.

About The Investment Funds Institute of Canada

The Investment Funds Institute of Canada (www.ific.ca) is the voice of Canada's investment funds industry. IFIC brings together 150 organizations, including fund managers and distributors, to foster a strong, stable investment sector where investors can realize their financial goals. The organization is proud to have served Canada's mutual fund industry and its investors for more than 50 years.

For more information about Global Developments and Regulatory Impacts
April 2017, contact: Ian Bragg, ibragg@ific.ca, 416-309-2325

The Investment Funds
Institute of Canada
11 King Street West, 4th Floor
Toronto, ON M5H 4C7

IFIC.CA

