SUPPLÉMENT À LA SECTION VALEURS MOBILIÈRES
DU BULLETIN DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2006-07-21, Volume 3, n° 29

Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée – Modifications aux règles afférentes aux services de livraison

LA CAISSE CANADIENNE DE DÉPÔT DE VALEURS LIMITÉE (« CDS »)

MODIFICATIONS IMPORTANTES AUX RÈGLES DE LA CDS

AFFÉRENTES AUX SERVICES DE LIVRAISON

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

A. DESCRIPTION DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

La CDS offre divers services afin d'effectuer la livraison de valeurs et de documents aux adhérents, aux bureaux de la CDS, aux agents des transferts et aux bureaux de New York de la Depository Trust Company (« DTC ») et de la National Securities Clearing Corporation (« NSCC »). La nouvelle Règle 13 proposée vise à inclure les services de livraison aux services offerts par la CDS à ses adhérents en vertu de la formule uniforme prescrite prévue par la convention d'adhésion et les Règles de la CDS.

B. NATURE ET OBJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

Les services de livraison offerts par la CDS permettent aux adhérents de bénéficier de coûts réduits (découlant de l'achat en bloc des services de messagerie par véhicules blindés et de l'utilisation massive des messagers de la CDS) ainsi que d'une rapidité (explicitement lorsque les envois sont effectués à destination ou en provenance des bureaux de la CDS) et d'une efficience accrues (les frais sont payés par l'intermédiaire de la CDS au moyen d'une facture combinée; les livraisons et les cueillettes habituelles peuvent être effectuées par l'intermédiaire d'un bureau de la CDS ce qui permet de réduire le nombre de trajets individuels devant être effectués par les messagers de l'adhérent). La CDS a examiné, en vue de la mise en œuvre de sa restructuration interne au mois de novembre 2006, tous les services offerts notamment aux adhérents, afin de s'assurer qu'au terme de sa restructuration chaque service soit offert par l'entité pertinente et en vertu d'un régime légal pertinent. Il a été déterminé que la CDS devrait offrir les services de livraison aux adhérents dans le cadre des services régis par les Règles plutôt qu'en vertu d'un contrat distinct.

La Règle 13 présente une description générale des services de livraison et aborde les aspects juridiques du service, explicitement la limitation de la responsabilité de la CDS. Les modifications à la Règle 1 comprennent l'ajout des « services de livraison » à la liste de « services » offerts par la CDS. Les modifications à la Règle 4.2 permettent d'ajouter la limitation de la responsabilité de la CDS à l'égard des services de livraison aux dispositions générales régissant la responsabilité.

Les adhérents sont libres d'utiliser leurs propres messagers pour effectuer les envois ou de contracter les services de transporteurs commerciaux et n'ont aucune obligation d'utiliser les services de livraison de la CDS. Pour des raisons pratiques pour le secteur, limiter le nombre de personne qui utilisent les locaux de l'agent des transferts et fournir des mesures de contrôle des risques plus efficaces, l'utilisation des services de livraison de la CDS est préconisée pour la livraison des certificats de valeur à l'agent des transferts et la réception des certificats de valeur de l'agent des transferts, lorsque les valeurs sont déposées au ou retirer du CDSX. Les adhérents peuvent utiliser les services de livraison ou leurs propres messagers pour la livraison des certificats de valeur aux bureaux de la CDS aux fins de dépôt et la cueillette des certificats de valeur aux bureaux de la CDS aux fins de retrait. Les services de livraison sont uniquement utilisés aux fins de dépôt et de retrait de certificats de valeurs non immobilisées au service de dépôt. Une grande partie des valeurs détenues au CDSX sont immobilisées en permanence au service de dépôt (y compris notamment les obligations du Canada et les titres d'emprunt inscrits en compte seulement émis par les sociétés). D'autres valeurs sont également offertes sous forme de certificats (telles les titres de participation des sociétés et certains titres d'emprunt émis par des provinces et des sociétés). Les risques associés au traitement des certificats de valeurs

sont évidemment éliminés en conservant les valeurs au CDSX et en effectuant des virements à la CDS. Toutefois, le secteur a encore besoin de la flexibilité que permet la manutention de valeurs sous forme de certificats et doit, par conséquent, de temps à autre, effectuer des dépôts et des retraits.

Les envois effectués au moyen des services de livraison sont livrés par des employés de la CDS ou par un service de messagerie par véhicules blindés liés par contrat à la CDS. La Règle 13.3 stipule que la CDS n'est pas l'agent du service de messagerie lorsque les adhérents choisissent d'effectuer des envois au moyen d'un tel service de messagerie. La Règle stipule également que les adhérents peuvent être tenus de conclure un contrat direct régissant certaines modalités avec un service de messagerie, comme cela est le cas à l'heure actuelle avec les services de livraison qui ne sont pas régis par les Règles. Le service de messagerie par véhicules blindés lié par contrat à la CDS offre des garanties limitées en matière d'assurance à l'égard des envois et n'accepte aucune responsabilité au delà d'un montant précisé.

Les services de livraison ne font pas partie des services de base offerts par la CDS aux fins de compensation et de règlement et, dans la plupart des cas, peuvent être remplacés par des services commerciaux. Par conséquent, la CDS a établie qu'elle ne devrait pas être tenue responsable quant à la valeur des envois effectués au moyen des services de livraison (Règle 13.6). La CDS assume toute responsabilité à l'égard de l'ensemble des valeurs détenues pour le compte des adhérents et créditées aux comptes de valeurs tenus au CDSX, et ce, du dépôt jusqu'au retrait de la valeur (Règle 4.2). Les nouvelles Règles définissent le moment à partir duquel les certificats de valeur livrés au moyen des services de livraison (à l'égard desquels la CDS n'accepte aucune responsabilité) deviennent des valeurs détenues au CDSX (à l'égard desquelles la CDS accepte toute responsabilité) (Règle 13.8). Les adhérents doivent s'assurer qu'ils disposent de la garantie pertinente pour les risques découlant de la manutention des certificats de valeurs dans le cadre de leur dépôt au et de leur retrait du CDSX. Tous les adhérents sont tenus en vertu des normes d'adhésion de maintenir une police d'assurance, telle qu'une assurance des institutions financières. En vertu de la Règle 13.7, chaque adhérent reconnaît qu'il est responsable de déterminer le niveau de garantie pertinent pour les envois livrés au moyen des services de livraison, lequel variera en fonction des activités commerciales propres à l'adhérent. Il incombe à chaque adhérent de s'assurer que sa police couvre adéquatement les risques liés aux envois et selon des modalités (telles que les franchises et le niveau de garantie pour chaque incident) appropriées pour ses propres activités.

Les détails quant à l'exploitation des services de livraison de la CDS, y compris la préparation des envois, les processus aux fins de refus d'envois et de traitement des envois perdus ou endommagés et les restrictions à l'égard du contenu des envois (Règle 13.5) sont décrits dans les Procédés et méthodes.

C. INCIDENCE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

La mise en œuvre des modifications proposées aux Règles ne changera pas l'exploitation des services de livraison. Au terme de l'entrée en vigueur de la Règle 13, les adhérents pourront continuer d'utiliser les services de livraison en vertu des Règles sans devoir signer de nouveaux documents. Les nouvelles Règles et les nouveaux Procédés et méthodes permettront d'apporter des précisions quant à l'utilisation des services de livraison et de s'assurer que l'adhérent expéditeur ainsi que tout service de messagerie offrant un tel service (sous réserve des limitations contractuelles) et non la CDS assumeront les risques découlant de tels services, y compris tout certificat de valeur ou autre document contenu dans l'envoi perdu ou endommagé. Dans le cadre de la mise en œuvre des nouvelles Règles, les adhérents seront priés d'examiner leur garantie en fonction de leur utilisation des services de livraison de la CDS.

D. DESCRIPTION DU PROCESSUS DE RÉDACTION DES RÈGLES

La CDS est reconnue à titre d'agence de compensation par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») en vertu de l'article 21.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et à titre d'organisme d'autoréglementation par l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en vertu de l'article 169 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. De plus, la CDS est réputée être la chambre de compensation pour le CDSX, système de compensation et de règlement désigné par la Banque du Canada en vertu de l'article 4 de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* du Canada. La CVMO, l'AMF et la Banque du Canada seront ci-après collectivement désignées par l'expression « autorité de reconnaissance ».

Chaque modification aux *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* est passée en revue par le groupe de rédaction des Règles de la CDS, lequel est constitué de représentants des services juridiques et d'exploitation des adhérents. Le mandat du groupe de rédaction des Règles est de conseiller les membres de la direction et du Conseil d'administration de la CDS sur les modifications aux Règles et les autres questions juridiques afférentes aux services centralisés de dépôt et de compensation de valeurs, et ce, afin de s'assurer que ceux-ci répondent aux besoins de la CDS, de ses adhérents et des intervenants du secteur des valeurs mobilières.

E. INCIDENCE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES SUR LES SYSTÈMES

Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence sur les systèmes de la CDS ou de ses adhérents.

F. COMPARAISON AVEC LES AUTRES AGENCES DE COMPENSATION

La NSCC offre des services de règlement par enveloppe (*envelope settlement services*) qui diffèrent des services de livraison de la CDS. Les services par enveloppe de la NSCC s'apparentent au règlement par certificats (lequel n'est plus permis à la CDS). Toutefois, le principe absolu de l'assurance est similaire à celui des services de livraison de la CDS puisque dès que la NSCC devient responsable des valeurs, celle-ci devient responsable à l'égard de toute perte.

G. ÉVALUATION DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

Au terme de l'analyse de l'incidence des modifications proposées aux Règles à l'intention des adhérents, la CDS a conclu que la mise en œuvre de ces modifications n'irait pas à l'encontre de l'intérêt général.

H. COMMENTAIRES

Veuillez faire parvenir vos commentaires écrits à l'égard des modifications proposées au plus tard le 21 août 2006, aux coordonnées indiquées ci-après :

Jamie Anderson
Conseiller juridique principal
La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
85, rue Richmond Ouest
Toronto (Ontario) M5H 2C9

Télécopieur : 416 365-1984
Courriel : attention@cds.ca

Veuillez également faire parvenir un exemplaire de ces commentaires à la CVMO, aux coordonnées indiquées ci-après :

Cindy Petlock
Directrice, Réglementation du marché
Division des marchés des capitaux
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : 416 595-8940
Courriel : cpetlock@osc.gov.on.ca

La CDS mettra à la disposition du public, sur demande, des exemplaires des commentaires reçus au cours de la période de sollicitation de commentaires.

I. MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES

L'annexe « A » comprend le libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* en vigueur à l'heure actuelle reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées, ainsi que le libellé reflétant l'adoption des modifications proposées.

J. QUESTIONS

Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent avis, veuillez communiquer avec :

Jamie Anderson
Conseiller juridique principal
La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
85, rue Richmond Ouest
Toronto (Ontario) M5H 2C9
Téléc. : 416 365-1984
Courriel : attention@cds.ca

Le chef des Services juridiques,
TOOMAS MARLEY

ANNEXE « A »

MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES

Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées	Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant l'adoption des modifications proposées
1.1.1 Application Voici les Règles adoptées par la CDS auxquelles chaque adhérent s'est engagé à se conformer selon la Convention d'adhésion : La Règle 1, Documentation; (…) La Règle 11, Agents des transferts adhérents; La Règle 12, Service NELTC; **La Règle 13, Services de livraison.** **1.2.1 Définitions** « service » désigne le service de dépôt, le service de règlement, un service transfrontalier**,** ~~ou~~ le service NELTC **ou les services de livraison**. Toute référence à un service comprend la totalité des fonctions offertes par ce service; (*Service*) **4.2.3 Responsabilité de la CDS pour une perte subie par l'adhérent** La CDS est responsable envers ses adhérents de toute perte subie par l'adhérent, sous réserve des restrictions énoncées à la Règle 4.2.5 et à la Règle 4.2.9. Le terme « perte subie par l'adhérent » désigne tous frais engagés par l'adhérent, tous dommages-intérêts ou toute perte qu'il a subis, toute dépense ou toute dette qu'il a contractée, ou toute réclamation qui lui a été faite, sauf une perte de valeurs, au terme de l'adhésion à un service mais seulement dans les cas où ceci serait causé par un acte ou une omission de la CDS ou de l'un de ses administrateurs, dirigeants, employés, mandataires ou contractants dans le cadre de leurs fonctions ou rendu possible par de l'information ou grâce à des occasions dont ils auraient pu profiter dans le cadre de leurs fonctions. Ni la DTC, ni la NSCC n'est considérée comme un mandataire de la CDS aux fins de la présente Règle 4.2.3. Nonobstant l'acceptation de la responsabilité précédente, la CDS n'est pas responsable envers ses adhérents de toute perte subie par l'adhérent pour laquelle l'adhérent est tenu d'assurer le dédommagement conformément aux Règles 4.1, 10.2 ou 10.5. **tout comme elle n'est pas responsable**	**1.1.1 Application** Voici les Règles adoptées par la CDS auxquelles chaque adhérent s'est engagé à se conformer selon la Convention d'adhésion : La Règle 1, Documentation; (…) La Règle 11, Agents des transferts adhérents; La Règle 12, Service NELTC; La Règle 13, Services de livraison. **1.2.1 Définitions** « service » désigne le service de dépôt, le service de règlement, un service transfrontalier, le service NELTC ou les services de livraison. Toute référence à un service comprend la totalité des fonctions offertes par ce service; (*Service*) **4.2.3 Responsabilité de la CDS pour une perte subie par l'adhérent** La CDS est responsable envers ses adhérents de toute perte subie par l'adhérent, sous réserve des restrictions énoncées à la Règle 4.2.5 et à la Règle 4.2.9. Le terme « perte subie par l'adhérent » désigne tous frais engagés par l'adhérent, tous dommages-intérêts ou toute perte qu'il a subis, toute dépense ou toute dette qu'il a contractée, ou toute réclamation qui lui a été faite, sauf une perte de valeurs, au terme de l'adhésion à un service mais seulement dans les cas où ceci serait causé par un acte ou une omission de la CDS ou de l'un de ses administrateurs, dirigeants, employés, mandataires ou contractants dans le cadre de leurs fonctions ou rendu possible par de l'information ou grâce à des occasions dont ils auraient pu profiter dans le cadre de leurs fonctions. Ni la DTC, ni la NSCC n'est considérée comme un mandataire de la CDS aux fins de la présente Règle 4.2.3. Nonobstant l'acceptation de la responsabilité précédente, la CDS n'est pas responsable envers ses adhérents de toute perte subie par l'adhérent pour laquelle l'adhérent est tenu d'assurer le dédommagement conformément aux Règles 4.1, 10.2 ou 10.5. tout comme elle n'est pas responsable envers

Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées	Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant l'adoption des modifications proposées
envers toute perte subie par l'adhérent découlant des services de livraison.	toute perte subie par l'adhérent découlant des services de livraison.
4.2.4 Responsabilité de la CDS pour la perte de valeurs	**4.2.4 Responsabilité de la CDS pour la perte de valeurs**
La présente Règle 4.2.4 ne s'applique qu'au CDSX et ne s'applique pas aux services transfrontaliers. À la demande de l'adhérent, la CDS doit lui livrer les valeurs qu'elle détient pour lui tel qu'il est indiqué dans ses registres pour les comptes de valeurs de l'adhérent. La CDS doit s'acquitter de cette obligation sous réserve des modalités d'émission des valeurs et des limites, restrictions ou conditions de retrait imposées conformément aux Règles, des sûretés accordées selon les Règles et des droits d'une caution de virer les valeurs des comptes de l'adhérent.	La présente Règle 4.2.4 ne s'applique qu'au CDSX et ne s'applique pas aux services transfrontaliers. À la demande de l'adhérent, la CDS doit lui livrer les valeurs qu'elle détient pour lui tel qu'il est indiqué dans ses registres pour les comptes de valeurs de l'adhérent. La CDS doit s'acquitter de cette obligation sous réserve des modalités d'émission des valeurs et des limites, restrictions ou conditions de retrait imposées conformément aux Règles, des sûretés accordées selon les Règles et des droits d'une caution de virer les valeurs des comptes de l'adhérent.
La CDS est responsable envers ses adhérents de la perte de valeurs, sous réserve des restrictions énoncées à la Règle 4.2.5 et à la Règle 4.2.9. On entend par « perte de valeurs » toute circonstance dans laquelle la CDS ne pourrait assurer la livraison conformément à ce qui précède à tous les adhérents de toutes les valeurs qu'elle détient pour eux, y compris :	La CDS est responsable envers ses adhérents de la perte de valeurs, sous réserve des restrictions énoncées à la Règle 4.2.5 et à la Règle 4.2.9. On entend par « perte de valeurs » toute circonstance dans laquelle la CDS ne pourrait assurer la livraison conformément à ce qui précède à tous les adhérents de toutes les valeurs qu'elle détient pour eux, y compris :
(a) le vol, la destruction ou la disparition mystérieuse de tout certificat ou de tout autre acte attestant l'existence des valeurs;	(a) le vol, la destruction ou la disparition mystérieuse de tout certificat ou de tout autre acte attestant l'existence des valeurs;
(b) la détermination qu'une valeur est viciée; or	(b) la détermination qu'une valeur est viciée; or
(c) la détermination que l'immatriculation d'une valeur au nom de la CDS, d'un propriétaire pour compte, d'un gardien ou d'un propriétaire pour compte d'un gardien est invalide, irrégulière ou viciée; fait l'objet d'une opposition ou d'une priorité; ou ne peut pas être transférée effectivement et légitimement.	(c) la détermination que l'immatriculation d'une valeur au nom de la CDS, d'un propriétaire pour compte, d'un gardien ou d'un propriétaire pour compte d'un gardien est invalide, irrégulière ou viciée; fait l'objet d'une opposition ou d'une priorité; ou ne peut pas être transférée effectivement et légitimement.
Nonobstant l'acceptation de la responsabilité précédente, la CDS n'est pas responsable envers ses adhérents de toute perte de valeurs subie par l'adhérent pour laquelle l'adhérent est tenu d'assurer le dédommagement conformément à la Règle 4.1. **Pour plus de certitude, la perte ou l'endommagement de tout envoi effectué par un adhérent au moyen des services de livraison n'est pas une perte de valeurs.**	Nonobstant l'acceptation de la responsabilité précédente, la CDS n'est pas responsable envers ses adhérents de toute perte de valeurs subie par l'adhérent pour laquelle l'adhérent est tenu d'assurer le dédommagement conformément à la Règle 4.1. Pour plus de certitude, la perte ou l'endommagement de tout envoi effectué par un adhérent au moyen des services de livraison n'est pas une perte de valeurs.

Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées	Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant l'adoption des modifications proposées
RÈGLE 13. SERVICES DE LIVRAISON **13.1 Description générale** **Les adhérents peuvent utiliser les services de livraison afin de livrer des valeurs et des autres documents à des destinataires désignés, y compris la CDS, les autres adhérents, les agents des transferts, la DTC et la NSCC. Les adhérents peuvent utiliser les services de livraison à des fins diverses, y compris afin d'effectuer le dépôt ou le retrait de valeurs à destination ou en provenance du CDSX et les transactions au moyen des Services transfrontaliers. Les adhérents ne sont pas tenus d'utiliser les services de livraison.** **13.2 Mode de livraison** **Tel que déterminé par la CDS, les envois au moyen des services de livraison peuvent être effectués par les employés de la CDS, par les employés des agents des transferts ou des autres tiers, par un service de messagerie en vertu d'un contrat avec la CDS ou au moyen d'une combinaison de tels modes de livraison. Les livraisons peuvent être effectuées à destination ou en provenance d'un bureau de la CDS ou des locaux d'un adhérent, d'un agent des transferts, de la DTC, de la NSCC ou d'une autre personne. Les livraisons peuvent être locales, intersuccursales, interurbaines ou internationales.** **13.3 Service de messagerie** **La CDS peut conclure un contrat avec un service de messagerie aux fins de prise en charge de certains envois au moyen des services de livraison. En concluant un tel contrat, la CDS est l'agent des adhérents utilisant les services de livraison; en offrant les services de livraison aux adhérents, la CDS n'est pas l'agent d'un tel service de messagerie. Les dispositions de la présente Règle 13 (y compris toute dénégation de responsabilité et limitation de la responsabilité) ne s'appliquent qu'à la CDS et à ses adhérents et ne s'appliquent pas à tout service de messagerie. Chaque adhérent utilisant les services de livraison signera tout avenant afférent au paiement direct ou tout document similaire avec un service de messagerie pouvant être requis conformément aux Procédés et méthodes.**	**RÈGLE 13. SERVICES DE LIVRAISON** **13.1 Description générale** Les adhérents peuvent utiliser les services de livraison afin de livrer des valeurs et des autres documents à des destinataires désignés, y compris la CDS, les autres adhérents, les agents des transferts, la DTC et la NSCC. Les adhérents peuvent utiliser les services de livraison à des fins diverses, y compris afin d'effectuer le dépôt ou le retrait de valeurs à destination ou en provenance du CDSX et les transactions au moyen des Services transfrontaliers. Les adhérents ne sont pas tenus d'utiliser les services de livraison. **13.2 Mode de livraison** Tel que déterminé par la CDS, les envois au moyen des services de livraison peuvent être effectués par les employés de la CDS, par les employés des agents des transferts ou des autres tiers, par un service de messagerie en vertu d'un contrat avec la CDS ou au moyen d'une combinaison de tels modes de livraison. Les livraisons peuvent être effectuées à destination ou en provenance d'un bureau de la CDS ou des locaux d'un adhérent, d'un agent des transferts, de la DTC, de la NSCC ou d'une autre personne. Les livraisons peuvent être locales, intersuccursales, interurbaines ou internationales. **13.3 Service de messagerie** La CDS peut conclure un contrat avec un service de messagerie aux fins de prise en charge de certains envois au moyen des services de livraison. En concluant un tel contrat, la CDS est l'agent des adhérents utilisant les services de livraison; en offrant les services de livraison aux adhérents, la CDS n'est pas l'agent d'un tel service de messagerie. Les dispositions de la présente Règle 13 (y compris toute dénégation de responsabilité et limitation de la responsabilité) ne s'appliquent qu'à la CDS et à ses adhérents et ne s'appliquent pas à tout service de messagerie. Chaque adhérent utilisant les services de livraison signera tout avenant afférent au paiement direct ou tout document similaire avec un service de messagerie pouvant être requis conformément aux Procédés et méthodes. **13.4 Particuliers autorisés**

Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées	Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant l'adoption des modifications proposées
13.4 Particuliers autorisés **Les adhérents nomment des particuliers autorisés à se présenter aux bureaux de la CDS aux fins d'expédition ou de réception d'envois au moyen des services de livraison et afin de prendre en livraison les valeurs et les documents livrés au moyen des services de livraison et de signer les reçus afférents.** **13.5 Procédés et méthodes** **Les Procédés et méthodes décrivent les choix offerts dans le cadre des services de livraison, les exigences aux fins de préparation et d'expédition d'envois au moyen des services de livraison (y compris les renseignements devant être consignés par l'adhérent concernant le contenu de chaque envoi, l'utilisation d'enveloppes scellées et de l'utilisation de déclarations de la valeur), les processus de refus d'envois et de traitement d'envois perdus ou endommagés, ainsi que les restrictions imposées quant au contenu des envois livrés au moyen des services de livraison. La CDS n'est pas responsable de vérifier le contenu de toute enveloppe ou de tout envoi livré au moyen des services de livraison.** **13.6 Dénégation de responsabilité de la CDS** **La CDS n'est pas responsable du contenu des enveloppes livrées lors de tout envoi effectué au moyen des services de livraison et elle n'est pas responsable de tout envoi livré au moyen des services de livraison perdu ou endommagé. Si un envoi est perdu ou endommagé, ou si le contenu d'une enveloppe ne correspond pas aux attentes, l'adhérent doit traiter directement avec tout service de messagerie concerné par l'envoi et avec la partie expéditrice. La CDS n'est pas responsable envers tout adhérent de dommages ou de pertes qu'il a subis, de frais qu'il a engagés, de dépenses ou de dettes qu'il a contractées ou de réclamations qui lui ont été faites découlant des services de livraison, peu importe si ceux-ci sont occasionnés par l'inexécution par la CDS de ses obligations (y compris une obligation fondamentale) aux termes de la Documentation contractuelle, ou si ceux-ci sont entraînés par un acte frauduleux, imprudent, mal intentionné ou par une négligence de tout administrateur, dirigeant, employé, mandataire ou**	Les adhérents nomment des particuliers autorisés à se présenter aux bureaux de la CDS aux fins d'expédition ou de réception d'envois au moyen des services de livraison et afin de prendre en livraison les valeurs et les documents livrés au moyen des services de livraison et de signer les reçus afférents. **13.5 Procédés et méthodes** Les Procédés et méthodes décrivent les choix offerts dans le cadre des services de livraison, les exigences aux fins de préparation et d'expédition d'envois au moyen des services de livraison (y compris les renseignements devant être consignés par l'adhérent concernant le contenu de chaque envoi, l'utilisation d'enveloppes scellées et de l'utilisation de déclarations de la valeur), les processus de refus d'envois et de traitement d'envois perdus ou endommagés, ainsi que les restrictions imposées quant au contenu des envois livrés au moyen des services de livraison. La CDS n'est pas responsable de vérifier le contenu de toute enveloppe ou de tout envoi livré au moyen des services de livraison. **13.6 Dénégation de responsabilité de la CDS** La CDS n'est pas responsable du contenu des enveloppes livrées lors de tout envoi effectué au moyen des services de livraison et elle n'est pas responsable de tout envoi livré au moyen des services de livraison perdu ou endommagé. Si un envoi est perdu ou endommagé, ou si le contenu d'une enveloppe ne correspond pas aux attentes, l'adhérent doit traiter directement avec tout service de messagerie concerné par l'envoi et avec la partie expéditrice. La CDS n'est pas responsable envers tout adhérent de dommages ou de pertes qu'il a subis, de frais qu'il a engagés, de dépenses ou de dettes qu'il a contractées ou de réclamations qui lui ont été faites découlant des services de livraison, peu importe si ceux-ci sont occasionnés par l'inexécution par la CDS de ses obligations (y compris une obligation fondamentale) aux termes de la Documentation contractuelle, ou si ceux-ci sont entraînés par un acte frauduleux, imprudent, mal intentionné ou par une négligence de tout administrateur, dirigeant, employé, mandataire ou contractant de la CDS. **13.7 Assurance et limitation du recouvrement destiné à l'adhérent** Chaque adhérent reconnaît que la CDS n'accepte

Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant à l'aide de marques de changement les modifications proposées	Libellé des *Règles de la CDS à l'intention des adhérents* reflétant l'adoption des modifications proposées
contractant de la CDS. **13.7 Assurance et limitation du recouvrement destiné à l'adhérent** **Chaque adhérent reconnaît que la CDS n'accepte aucune responsabilité à l'égard de pertes subies découlant des services de livraison et qu'il incombe à l'adhérent de déterminer s'il utilise les services de livraison pour tout envoi. Chaque adhérent reconnaît qu'il lui incombe à lui seul de déterminer, en fonction de sa connaissance de ses propres activités et affaires, s'il est tenu de contracter une police d'assurance afin de garantir les envois effectués au moyen des services de livraison et, s'il y a lieu, les modalités d'une telle police, y compris les risques couverts et le montant de l'assurance à maintenir en vertu d'une telle police d'assurance.** **13.8 Dépôt et retrait de valeurs** **Les services de livraison peuvent être utilisés aux fins d'envoi de certificats de valeurs attestant l'existence de valeurs dont le dépôt ou le retrait du CDSX sont en cours. Si un adhérent utilise les services de livraison afin de livrer un certificat de valeur attestant l'existence de valeurs aux fins de dépôt au CDSX en vertu de la Règle 6.2.4, les valeurs sont alors réputées être un envoi effectué au moyen des services de livraison, et ce, sous réserve de la dénégation de responsabilité de la Règle 13.6, la CDS n'a aucune responsabilité à l'égard de telles valeurs tant que le dépôt n'a pas été effectué et que la CDS n'a pas crédité un compte de valeurs de l'adhérent de la valeur. Si un adhérent utilise les services de livraison afin de recevoir un certificat de valeur attestant l'existence de valeurs retirées du CDSX en vertu de la Règle 6.3.3, les valeurs sont alors réputées être un envoi effectué au moyen des services de livraison, et ce, sous réserve de la dénégation de responsabilité de la Règle 13.6, la CDS n'a aucune responsabilité à l'égard de telles valeurs dès que le retrait a été effectué et que la CDS a débité le compte de retrait de l'adhérent des valeurs.**	aucune responsabilité à l'égard de pertes subies découlant des services de livraison et qu'il incombe à l'adhérent de déterminer s'il utilise les services de livraison pour tout envoi. Chaque adhérent reconnaît qu'il lui incombe à lui seul de déterminer, en fonction de sa connaissance de ses propres activités et affaires, s'il est tenu de contracter une police d'assurance afin de garantir les envois effectués au moyen des services de livraison et, s'il y a lieu, les modalités d'une telle police, y compris les risques couverts et le montant de l'assurance à maintenir en vertu d'une telle police d'assurance. **13.8 Dépôt et retrait de valeurs** Les services de livraison peuvent être utilisés aux fins d'envoi de certificats de valeurs attestant l'existence de valeurs dont le dépôt ou le retrait du CDSX sont en cours. Si un adhérent utilise les services de livraison afin de livrer un certificat de valeur attestant l'existence de valeurs aux fins de dépôt au CDSX en vertu de la Règle 6.2.4, les valeurs sont alors réputées être un envoi effectué au moyen des services de livraison, et ce, sous réserve de la dénégation de responsabilité de la Règle 13.6, la CDS n'a aucune responsabilité à l'égard de telles valeurs tant que le dépôt n'a pas été effectué et que la CDS n'a pas crédité un compte de valeurs de l'adhérent de la valeur. Si un adhérent utilise les services de livraison afin de recevoir un certificat de valeur attestant l'existence de valeurs retirées du CDSX en vertu de la Règle 6.3.3, les valeurs sont alors réputées être un envoi effectué au moyen des services de livraison, et ce, sous réserve de la dénégation de responsabilité de la Règle 13.6, la CDS n'a aucune responsabilité à l'égard de telles valeurs dès que le retrait a été effectué et que la CDS a débité le compte de retrait de l'adhérent des valeurs.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIERES DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

2006-07-21 Vol. 3 nº 29

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

et

Règlement abrogeant l'Instruction générale Q-20 – L'emploi du courtage sur les titres gérés

AVIS DE CONSULTATION

PROJET DE RÈGLEMENT 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DE LA RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES (ACCORDS DE PAIEMENT INDIRECT AU MOYEN DES COURTAGES)

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation le projet de *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)* (le « projet de règlement ») ainsi que le projet d'Instruction générale relative au Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages) (« le projet d'instruction générale »). La période de consultation prend fin le [90e jour après la date de publication].

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

II. CONTEXTE

Le régime actuel

Les dispositions actuelles sur les biens et services que les conseillers peuvent obtenir auprès des courtiers ou par leur entremise en les payant au moyen des courtages sont prévues par la *Policy 1.9 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services other than Order Execution Services -- ("Soft Dollar" Deals)* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et le règlement de l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») intitulé *Instruction générale Q-20, L'emploi du courtage sur les titres gérés*[1] (les « dispositions actuelles »). En vertu des dispositions actuelles, qui sont pratiquement identiques, les seuls services qu'un gérant (c'est-à-dire une société de gestion) peut payer au moyen des courtages sont les « services reliés à la prise de décision d'investissement » et les « services d'exécution d'ordres », pour autant qu'ils ne profitent pas au gérant, mais à ses bénéficiaires. Les dispositions actuelles précisent que ces services peuvent être fournis directement par un courtier ou par un tiers.

Document de réflexion 23-402 La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages

Le 4 février 2005, le personnel de l'Autorité, de l'Alberta Securities Commission, de la British Columbia Securities Commission, de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et de la CVMO a publié le Document de réflexion 23-402 *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages* (le « document de réflexion »). Ce document exposait un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages en vue de les discuter et d'obtenir des réactions. Les accords de paiement indirect au moyen des courtages (*soft dollars*) s'entendent de la pratique des conseillers consistant à utiliser les courtages pour payer des produits ou services liés à la négociation de titres, notamment des conseils, de la recherche et des outils d'analyse, en plus de payer pour l'exécution des opérations. Nous avons indiqué dans le document de réflexion que ces accords comprennent à la fois les services groupés fournis aux conseillers par les courtiers et la pratique des conseillers consistant à verser à des tiers une partie des courtages payés aux courtiers.

---

[1] L'Instruction générale Q-20 a force de règlement depuis l'entrée en vigueur de l'article 100 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* (L.Q. 2001, chapitre 38) en juin 2003.

Au nombre des préoccupations importantes que suscitent les accords de paiement indirect au moyen des courtages, nous avions soulevé dans le document de réflexion la question des conflits d'intérêts qu'ils peuvent entraîner. Ces accords peuvent inciter les conseillers à faire passer leurs intérêts avant ceux de leurs clients, en les poussant notamment à diriger les opérations vers certains courtiers en échange de biens et de services avantageux pour eux mais pas pour leurs clients. Nous avions également signalé comme conflit d'intérêts possible la sélection des courtiers en fonction de ces accords plutôt que de la qualité d'exécution des opérations, ce qui est contraire à l'obligation des conseillers d'obtenir la meilleure exécution.

Nous avions soulevé d'autres questions dans le document de réflexion au sujet de ces accords. Par exemple, un conseiller pourrait être tenté de réduire les coûts d'un portefeuille qui présente une performance médiocre en lui attribuant des opérations dont les courtages sont peu élevés, mais en utilisant la recherche et d'autres services d'exécution payés par d'autres portefeuilles. Par ailleurs, lorsqu'un courtage est majoré, il est difficile de déterminer si le client a obtenu la meilleure exécution. Enfin, il est difficile d'évaluer si le client a obtenu la meilleure exécution parce que les courtages prévus par ces accords comprennent parfois des services groupés par des courtiers incluant l'exécution et ne visent parfois que l'exécution.

Nous avons reçu vingt-huit mémoires, que nous avons résumés dans l'Avis 23-303 des ACVM, *Le point sur le Document de réflexion 23-402 La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, publié le 16 décembre 2005.

Hormis trois intervenants qui jugeaient que les accords de paiement indirect au moyen des courtages étaient incompatibles avec la meilleure exécution, la majorité estimaient qu'il convenait d'autoriser ces accords. Selon certains, ils présentent l'avantage de permettre aux fournisseurs de recherche indépendante de faire concurrence aux grandes maisons de courtage et de fournir des recherches généralement considérées comme plus impartiales que les travaux de celles-ci. D'autres intervenants étaient d'avis que les accords de paiement indirect au moyen des courtages garantissent aux petits conseillers un accès à une gamme étendue de services de recherche qui leur permet de mieux rivaliser avec les grandes sociétés. D'autres encore craignaient que les conseillers qui gèrent les comptes de plusieurs clients ou plusieurs fonds ne se trouvent en conflit d'intérêts du fait qu'ils peuvent utiliser les courtages d'un client ou d'un fonds pour payer des services profitant à d'autres clients ou fonds.

Dans l'ensemble, les intervenants étaient d'avis qu'il faut continuer de permettre l'utilisation des courtages en paiement des produits ou services relatifs aux opérations et de l'exécution des opérations, mais que les dispositions actuelles sont trop larges et susceptibles de nombreuses interprétations. Ils ont indiqué qu'il faudrait donner davantage de précisions et de directives sur les types de produits et services permis dans le cadre de ces accords. Ils convenaient presque tous qu'il fallait exiger la présentation d'information supplémentaire pour accroître la responsabilisation et la transparence.

Faits nouveaux à l'étranger

D'autres pays se sont intéressés à la question des accords de paiement indirect au moyen des courtages au cours des dernières années. Aux États-Unis, le paragraphe (e) de l'article 28 du *Securities Exchange Act of 1934* exonère les gestionnaires de portefeuille de toute responsabilité pour manquement à leurs obligations fiduciaires du seul fait qu'ils ont versé à un courtier un courtage supérieur au courtage le plus bas en paiement de services de courtage et de recherche. Pour se prévaloir de cette exonération, les gestionnaires de portefeuille doivent estimer en toute bonne foi que la somme versée correspond raisonnablement à la valeur des services de courtage et de recherche obtenus, et les biens et services reçus doivent répondre aux définitions générales des services de courtage et de recherche prévues au sous-paragraphe (3) du paragraphe précité. La Securities and Exchange Commission (SEC) a publié pour consultation en octobre 2005 un texte

d'interprétation énonçant de nouvelles directives (le « projet de directives de 2005 »)[2], dans lequel elle restreint l'interprétation des définitions des services de courtage et de recherche. Elle ne traite pas des obligations d'information relatives aux accords de paiement indirect au moyen des courtages, mais précise qu'elle formulera des directives à ce sujet dans un avenir prévisible. La SEC a approuvé le 18 juillet 2006 la publication du texte final d'interprétation qui prévoit des directives sur l'utilisation par les gestionnaires de portefeuille des courtages payés par les clients en paiement de services de courtage et de recherche (les « directives de 2006 »)[3].

Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA) a adopté des règles finales le 22 juin 2005 avec la publication de l'instruction PS 05/9[4]. Ces règles décrivent les produits et services d'« exécution » et de « recherche » qu'il est possible de payer au moyen des courtages. Elles précisent les services « non autorisés » que les gestionnaires de portefeuille doivent payer eux-mêmes. L'instruction indique que certains produits et services peuvent être autorisés ou non, selon l'utilisation que les gestionnaires de portefeuille en font. En outre, les règles finales de la FSA établissent certaines obligations d'information générales et prévoient que la FSA tient compte de la mesure dans laquelle les gestionnaires de portefeuille adhèrent aux normes d'information élaborées par le secteur, comme celles de l'Investment Management Association (IMA).

Les initiatives de la SEC et de la FSA ont été abordées dans le document de réflexion. La majorité des intervenants qui y ont formulé des commentaires nous ont encouragés à considérer ces initiatives et à suivre l'évolution de la question aux États-Unis et au Royaume-Uni. Nous avons pris ces initiatives en compte dans l'élaboration du présent projet et croyons qu'il s'harmonise en grande partie avec elles.

III. OBJET DES PROJETS DE RÈGLEMENT ET D'INSTRUCTION GÉNÉRALE

Objet des projets de règlement et d'instruction générale

Les courtiers en valeurs inscrits et conseillers en valeurs ont déjà l'obligation d'agir équitablement, honnêtement et de bonne foi envers leurs clients. De plus, la législation en valeurs mobilières de certains territoires impose aux sociétés de gestion d'OPC l'obligation d'exercer toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances.

Le projet de règlement encadre l'utilisation des courtages par les conseillers en valeurs. Il indique les caractéristiques générales des produits et services qui peuvent être payés au moyen des courtages et prescrit les obligations d'information des conseillers en valeurs à cet égard.

Le projet d'instruction générale donne des directives supplémentaires sur les types de produits et services payables au moyen des courtages et ceux qui ne sont pas autorisés, ainsi que sur l'information qui satisferait aux obligations prévues par le projet de règlement.

Analyse des projets de règlement et d'instruction générale

L'analyse aborde les sujets suivants : le champ d'application du projet de règlement; l'encadrement des pratiques en matière de courtages; les définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »; et l'information sur les pratiques en matière de courtages.

---

2 *Exchange Act Release No. 34-52635* (19 octobre 2005).

3 *Exchange Act Release No. 34-54165* (18 juillet 2006). Dans ces directives, la SEC sollicite également d'autres commentaires sur les accords de paiement au moyen des courtages en vertu du paragraphe (e) de l'article 28 de l'*Exchange Act*.

4 Financial Services Authority (Royaume-Uni), *Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules (July 2005)* (règles finales de la FSA). À noter que ces règles ne s'appliquent qu'aux opérations sur titres de participation, et non aux opérations sur titres à revenu fixe.

Champ d'application du projet de règlement

L'article 2.1 du projet de règlement limite l'application de celui-ci aux opérations pour lesquelles un courtier facture des courtages. Le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération. Les opérations où les courtages sont techniquement nuls mais où il est possible de distinguer une commission sont donc également visées.

Nous estimons que le projet de règlement peut s'appliquer à toutes les opérations sur titres du moment que des courtages sont facturés. Nous notons que la SEC a adopté un point de vue un peu plus étroit dans ses directives de 2006[5], où elle indique que l'exonération prévue par le paragraphe (e) de l'article 28 s'applique aux courtages payés par les clients pour les opérations exécutées pour leur compte et aux frais relatifs à certaines opérations de contrepartie sans risque, et non aux opérations sur titres à revenu fixe qui ne sont pas exécutées pour le compte des clients, aux opérations de contrepartie (sauf certaines opérations sans risque), ni aux opérations nettes ne donnant pas lieu au paiement de courtages explicites. La FSA a adopté un point de vue encore plus étroit : elle a restreint l'application de ses règles finales aux actions et à certaines titres connexes (comme les options et les bons de souscription) et précisé qu'elles ne s'appliquent pas aux titres à revenu fixe. Toutefois, elle a également indiqué qu'elle réexaminerait sa position si elle déterminait que la négociation de ces titres comporte des conflits d'intérêts inhérents analogues[6]. Nous voudrions savoir s'il faut limiter l'application du projet de règlement aux opérations comportant un mécanisme de fixation du prix indépendant, par exemple aux opérations sur titres cotés.

Nous avons également précisé, à l'article 2.1 du projet d'instruction générale, que les obligations imposées aux conseillers en valeurs par le projet de règlement s'appliquent tant aux conseillers en valeurs inscrits qu'aux courtiers en valeurs inscrits qui fournissent des conseils mais sont dispensés de l'inscription à titre de conseillers.

Question 1

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

Encadrement des pratiques en matière de courtages

Le projet de règlement établit les paramètres généraux pour : 1) les conseillers en valeurs qui concluent des accords en vue du paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci; et 2) les courtiers en valeurs inscrits qui reçoivent des courtages en paiement des services d'exécution d'ordres ou de la recherche fournis à des conseillers en valeurs.

a) Conseiller en valeurs

En vertu de l'article 3.1 du projet de règlement, le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vue du paiement de biens et de services autres que des services d'exécution d'ordres ou de la recherche, en tout ou partie, au moyen des courtages. Cet article vient renforcer l'obligation générale faite aux conseillers en valeurs d'agir dans l'intérêt de leurs clients en veillant à ce que les services d'exécution d'ordres ou la recherche payés au moyen des courtages soient à l'avantage des clients, que la recherche obtenue ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations, et que les courtages payés par ses clients en contrepartie des services d'exécution d'ordres ou de

[5] À la note de bas de page 27 des directives de 2006.

[6] La raison pour laquelle la FSA a limité l'application des règles finales aux actions et aux titres connexes est abordée dans le *Consultation Paper 05/5 – Bundled brokerage and soft commission arrangements: proposed rules.*

la recherche soient raisonnables, compte tenu de la valeur des services ou de la recherche obtenus. Le paragraphe 1 de l'article 4.1 du projet d'instruction générale précise que les accords conclus par les conseillers en valeurs en ce qui concerne l'utilisation des courtages peuvent être officiels ou consensuels, et qu'il peut notamment s'agir d'accords consensuels concernant les biens et services d'un courtier en valeurs offrant des services groupés exclusifs.

Le paragraphe 2 de l'article 4.1 du projet d'instruction générale précise également que, pour faire en sorte que les services d'exécution d'ordres ou la recherche payés au moyen des courtages soient à l'avantage de ses clients, le conseiller en valeurs doit se doter de politiques et procédures appropriées pour répartir de façon équitable et raisonnable entre eux les biens et services obtenus. Cela est nécessaire pour établir un lien entre les clients dont les courtages ont servi au paiement de biens et services et les avantages reçus.

Question 2

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

b) Courtier en valeurs inscrit

Si le conseiller en valeurs est tenu d'agir dans l'intérêt de ses clients, le courtier en valeurs inscrit doit également faire en sorte que les courtages qui lui sont versés par des conseillers en valeurs pour exécuter des opérations ne sont utilisés que pour payer des biens et services qui répondent aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche ». Ses obligations sont énoncées à l'article 3.2 du projet de règlement.

L'article 4.2 du projet d'instruction générale indique également que le projet de règlement n'empêche pas le courtier en valeurs inscrit de verser à un tiers fournisseur de services d'exécution d'ordres ou de recherche, selon les instructions du conseiller en valeurs qui en bénéficie, une partie des courtages qu'il facture. Nous estimons qu'il convient de permettre cette pratique car elle apporte une flexibilité et favorise la recherche indépendante. De plus, nous sommes d'accord avec les intervenants qui se sont exprimés sur le document de réflexion et ont déclaré que l'admissibilité de ces services ne devrait pas dépendre du fournisseur[7].

<u>Définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche »</u>

Le projet de règlement prévoit des définitions de « services d'exécution d'ordres » et de « recherche », qui indiquent les caractéristiques générales des biens et services considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche.

Le projet d'instruction générale donne des explications supplémentaires sur les définitions ainsi que des directives concernant les types de biens et services que l'on peut payer au moyen de courtages. Une vaste gamme de biens et services peuvent être admissibles, quelle qu'en soit la forme. Le projet d'instruction générale précise que les responsabilités du conseiller en valeurs consistent notamment à déterminer s'il est possible de payer un bien ou service donné, en tout ou partie, au moyen des courtages et de veiller à ce que le bien ou le service corresponde à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et soit à l'avantage de ses clients.

a) Services d'exécution d'ordres

Selon la définition qui figure à la partie 1 du projet de règlement, les services d'exécution d'ordres comprennent l'exécution d'ordres et les biens et services directement liés à

[7] Nous notons que la FSA n'a pas précisé dans ses règles finales si les biens et services payés au moyen des courtages doivent être fournis par un courtier en valeurs inscrit ou un tiers. De même, la SEC a permis dans ses directives de 2006 que les courtages soient utilisés pour payer des biens et services fournis par un tiers.

l'exécution d'ordres. Le paragraphe 1 de l'article 3.2 du projet d'instruction générale précise que, pour l'application du règlement, le terme « exécution d'ordres », plutôt que « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier, à l'exclusion des autres outils servant à l'exécution des opérations.

L'article 3.2 du projet d'instruction générale précise que les biens et services directement liés à l'exécution d'ordres sont essentiels à la conclusion des opérations sur titres qui ont donné lieu au paiement des courtages. Le projet d'instruction générale prévoit un délai, analogue à ceux adoptés par la SEC et la FSA, pour déterminer les biens et services obtenus par le conseiller en valeurs qui sont essentiels à l'exécution. Les biens et services fournis entre le moment auquel le conseiller en valeurs décide de faire un placement ou de réaliser une opération et le moment auquel l'opération est conclue sont généralement considérés comme des services d'exécution d'ordres. Comme la conclusion de l'opération se produit lorsqu'il y a règlement, ces services peuvent comprendre les services de garde, de compensation et de règlement.

Le paragraphe 3 de l'article 3.2 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui sont, en règle générale, considérés comme des services d'exécution d'ordres, notamment les conseils sur des opérations, les logiciels de négociation algorithmique et les données du marché brutes, dans la dans la mesure où ils aident à exécuter les ordres.

Nous notons que, dans d'autres pays, on se pose la question de savoir s'il faut considérer les systèmes de gestion d'ordres comme des services d'exécution d'ordres (ces systèmes peuvent comporter des fonctions comme la saisie et l'acheminement des ordres, le traitement de messages, le suivi de l'exécution, les demandes de renseignements sur les ordres, la tenue des dossiers et la supervision). Dans ses directives de 2006, la SEC indique que certaines fonctions des systèmes de gestion d'ordres pourraient être admissibles comme courtage ou recherche. La FSA estime pour sa part que l'on peut payer ces systèmes au moyen des courtages dans la mesure où ils sont utilisés à des fins directement liées à l'exécution d'ordres et qu'ils procurent un avantage aux clients. Étant donné les différentes façons d'utiliser les systèmes de gestion d'ordres, nous sollicitons des commentaires sur ce point.

Nous avons également remarqué que la FSA estime que les analyses après les opérations ne sont pas considérées comme des services d'exécution d'ordres car elles ne sont pas suffisamment liées à l'exécution d'ordres pour le compte des clients et ne sont pas assujetties aux mêmes délais. Dans ses directives de 2006, la SEC indique que, si les analyses avant et après les opérations sont utilisées dans le cadre du processus de prise de décision, on peut les acheter au moyen des courtages des clients, et qu'elles seraient donc traitées comme des biens à usage mixte. Nous proposons également d'exclure les analyses après les opérations des biens et services qui peuvent être considérés comme des services d'exécution d'ordres. Toutefois, il serait possible de considérer ces analyses comme de la recherche dans la mesure où elles correspondent à la définition de ce terme, comme nous le verrons ci-après.

Question 3

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

Question 4

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

b) Recherche

Le règlement prévoit que la « recherche » s'entend de conseils, d'analyses ou de rapports et indique l'objet général de ces biens et services. La partie 3 du projet de règlement prévoit également que le conseiller en valeur doit veiller à ce que la recherche ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations. L'article 3.3 du projet d'instruction générale apporte des précisions supplémentaires.

Selon nous, pour ajouter une valeur à une décision en matière de placements ou d'opérations, la recherche doit traduire une pensée originale et contenir un raisonnement ou des connaissances. Par conséquent, l'information ou les conclusions qui sont répandues ou vont de soi, qui se contentent de reproduire ou de reformuler de l'information ou des conclusions préexistantes, ou l'information ou les données qui n'ont été ni analysées ni manipulées pour aboutir à des conclusions significatives ne traduisent pas de pensée originale et ne contiennent ni raisonnement ni connaissances. On ne saurait donc les considérer comme de la recherche qui puisse être payée au moyen des courtages. Cette opinion est conforme à celle que la SEC et la FSA ont exprimée, respectivement, dans les directives de 2006 et les règles finales[8]. Nous sommes d'avis que, pour être admissible, la recherche doit être fournie avant que le conseiller en valeurs prenne une décision en matière de placements ou d'opérations, de façon à ce qu'on puisse la lier à l'exécution d'ordres.

Le paragraphe 2 de l'article 3.3 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui sont, en règle générale, considérés comme de la recherche au sens du projet de règlement. Les données du marché sont admissibles si elles ont été analysées ou manipulées pour aboutir à des conclusions significatives. Selon cette prémisse, les données du marché brutes ne peuvent pas être considérées comme de la recherche (bien qu'elles puissent, si cela est justifié dans les circonstances, être considérées comme des services d'exécution d'ordres), car elles n'ont été ni analysées ni manipulées et ne traduisent donc pas de pensée originale ni ne contiennent aucun raisonnement ni aucunes connaissances.

Nous notons que la FSA a indiqué dans ses règles finales que les données du marché brutes qui n'ont été ni analysées ni manipulées ne peuvent être considérées comme de la recherche (elle estime comme nous que l'on peut inclure les données du marché brutes dans les services d'exécution d'ordres). La SEC a toutefois fait valoir dans les directives de 2006 que toutes les données du marché (y compris les données du marché brutes), comme le cours des actions, le dernier cours et le volume des opérations, rassemblent des données courantes qui sont liées à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28, et qu'elles sont donc suffisamment significatives pour être considérées comme de la recherche.

Les analyses après les opérations portant sur des opérations sur titres antérieures pourraient être considérées comme de la recherche au sens du projet de règlement dans la mesure où elles servent à prendre des décisions en matière de placements ou d'opérations. Comme la FSA et la SEC, nous estimons que les analyses après les opérations peuvent, dans certains cas, être considérées comme de la recherche.

Dans son projet de directives de 2005, la SEC a aussi abordé la question des services de vote par procuration. Elle a notamment demandé si ces services étaient payés au moyen des courtages. Elle avait découvert précédemment que les courtages étaient utilisés abusivement pour payer des services de vote par procuration *électroniques*, car certains conseillers en valeurs avaient acheté au moyen des courtages des logiciels de vote par

---

[8] La définition de la « recherche » prévue par le projet de règlement est analogue à celle que prévoit la règle d'exonération de la SEC (la FSA interprète la recherche de la même façon dans ses règles finales, mais à la condition qu'elle soit directement pertinente et serve à la gestion des placements des clients). Les directives données dans le projet d'instruction générale tiennent compte des interprétations et des directives données par la SEC, dans son projet de directives de 2005, qu'elle a confirmées dans ses directives de 2006, et par la FSA, dans ses règles finales. Les différences d'interprétation des types de biens et services que l'on peut considérer comme de la recherche sont évoquées dans la présente section.

procuration[9]. Les réactions au projet de directives de 2005 indiquent que les participants au marché américain reconnaissent que la fonction de mandataire aux fins de vote par procuration est d'ordre administratif et qu'ils doivent la payer par leur propres moyens, mais qu'ils considèrent que ces services sont en partie une fonction de recherche[10] qui peut être payée au moyen des courtages. Dans ses directives de 2006, la SEC a précisé que les services de vote par procuration peuvent être payés au moyen des courtages s'ils sont utilisés pour prendre des décisions en matière de placements. Nous sollicitons ci-dessous des commentaires sur l'utilisation des courtages pour payer les services de vote par procuration.

Question 5

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

Question 6

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

Question 7

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

c) Biens et services à usage mixte

L'article 3.4 du projet d'instruction générale fournit des directives sur les biens et services à usage mixte, c'est-à-dire les biens et services comportant des éléments qui correspondent aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et d'autres qui n'y correspondent pas ou ne respectent pas les dispositions de la partie 3 du règlement (comme les systèmes de gestion d'ordres, les analyses après les opérations et les services de vote par procuration évoqués ci-dessus). Plus particulièrement, il indique que, si les biens et services payés au moyen des courtages sont à usage mixte, le conseiller en valeurs doit répartir raisonnablement les montants payés en fonction de l'utilisation et tenir une comptabilité adéquate des répartitions pour veiller à ce que les courtages de ses clients ne soient pas utilisés pour payer les éléments des biens et services à usage mixte dont ils ne tirent aucun avantage direct. En outre, le conseiller doit payer par ses propres moyens toute partie d'un bien ou service qui n'apporte aucun avantage à ses clients. Cette exigence est conforme à l'avis de la SEC en ce qui concerne les biens et services à usage mixte. Nous notons que la FSA n'a pas traité expressément de l'admissibilité des biens et services à usage mixte dans ses règles finales, mais il semble que celles-ci ne limitent pas l'utilisation des courtages pour payer de tels biens et services.

Question 8

Dans quelle mesure les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte?

Lorsque des biens et services à usage mixte sont obtenus, dans quelles circonstances les conseillers en valeurs peuvent-ils éprouver des difficultés à répartir les courtages de façon raisonnable entre la partie admissible des biens et services à usage mixte et la

---

[9] Selon des données tirées du rapport intitulé *Inspection Report on the Soft Dollar Practices, of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds*, qui a été établi par le service de la conformité, des inspections et des examens de la SEC en date du 22 septembre 1998.

[10] Voir les directives de 2006, p. 37.

partie qui ne l'est pas (par exemple pour les analyses après les opérations, les systèmes de gestion d'ordres ou les services de vote par procuration)?

d) Biens et services non autorisés

L'article 3.5 du projet d'instruction générale donne des exemples de biens et services qui, en raison de leurs caractéristiques et de l'absence de lien clair avec des opérations sur valeurs précises, ne sont pas considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche au sens du projet de règlement. Ces biens et services sont surtout utilisés dans la conduite des activités des conseillers en valeurs.

Les biens et services en question comprennent les séminaires et l'information publiée ou les publications à grande diffusion. Comme la FSA dans ses règles finales, nous indiquons dans le projet d'instruction générale que ces biens et services ne sont pas suffisamment liés aux décisions du conseiller en valeurs en matière de placements ou d'opérations ou à l'exécution d'ordres pour être admissibles. Dans les directives de 2006, le personnel de la SEC a toutefois indiqué que les séminaires peuvent être considérés comme de la recherche s'ils contiennent un raisonnement ou des connaissances et se rapportent à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28. En ce qui concerne l'information publiée ou les publications à grande diffusion, il a précisé que certains bulletins financiers et certaines revues spécialisées destinés à un public précis pourraient être de la recherche s'ils se rapportaient à l'objet du paragraphe (e) de l'article 28, mais il a indiqué que les publications à grande diffusion ne pourront pas être payées au moyen des courtages.

Question 9

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

e) Observations générales

Le projet d'instruction générale donne des exemples des biens et services les plus courants qui, selon nous, peuvent être considérés comme des services d'exécution d'ordres ou de la recherche, ainsi que ceux qui ne sont pas autorisés. Cependant, les exemples donnés n'épuisent pas les possibilités. Les réponses au document de réflexion contenaient d'autres exemples de biens qui ne devraient pas être autorisés.

Question 10

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

<u>Information sur les pratiques en matière de courtages</u>

La partie 4 du projet de règlement prévoit l'information que le conseiller en valeurs qui a conclu des accords en vue de payer des biens et services autres que l'exécution d'ordres au moyen des courtages ou d'une partie de ceux-ci doit présenter à ses clients initialement et périodiquement.

En vertu du projet de règlement, le conseiller en valeurs doit fournir de l'information à ses clients initialement et au moins une fois par an. L'article 5.1 du projet d'instruction générale précise qu'il doit leur donner l'information initiale avant de commencer à traiter avec eux, puis leur fournir de l'information au moins une fois par an. L'article 5.3 du projet d'instruction générale précise également que le conseiller en valeurs peut déterminer la forme de l'information selon les besoins de ses clients, mais qu'il doit fournir l'information avec l'information initiale et périodique relative à la gestion et à la performance du compte ou du portefeuille. Des exemples sont fournis.

Question 11

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

L'article 4.1 du projet de règlement oblige également le conseiller en valeurs à donner de l'information sur les accords de paiement des services d'exécution d'ordres ou de la recherche au moyen des courtages, en indiquant le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des services ou de la recherche en vertu de ces accords et les types de biens et de services fournis (par exemple des logiciels de négociation algorithmique, des rapports de recherche ou des conseils concernant des opérations).

En outre, le conseiller en valeurs doit donner de l'information sur le montant des courtages qu'il a payés pendant la période visée. En vertu des paragraphes *b* à *d* de l'article 4.1 du projet de règlement, il doit indiquer à chaque client le total des courtages, ventilés par catégorie de titres (par exemple les titres de participation ou les options), qu'il a payés pour le compte de celui-ci et de tous les clients, à des fins de comparaison. Le conseiller est également tenu de ventiler les opérations comme suit : celles dans lesquelles les clients n'obtiennent que l'exécution d'ordres de courtiers, à l'exclusion de tout autre service; celles dans lesquelles ils obtiennent des services groupés; et celles dans lesquelles une partie des courtages est versée à des tiers. La dernière catégorie doit être divisée entre la recherche effectuée par les tiers, les autres services fournis par les tiers et le montant retenu par le courtier. Le conseiller doit faire des estimations raisonnables des courtages pour chaque client et, globalement, pour tous les clients, pour chacune de ces catégories d'opérations en pourcentage du total des courtages payés et indiquer ces pourcentages aux clients. En outre, il doit estimer et indiquer les courtages moyens pondérés par unité de titre correspondant aux courtages représentés par ces pourcentages. Des directives supplémentaires sont données dans le projet d'instruction générale sur les différentes catégories d'exécution d'ordres sur lesquelles de l'information est demandée et sur la méthode à utiliser pour calculer la moyenne pondérée.

Nous estimons que la présentation de ces montants, pourcentages et moyennes pondérées accroîtra la transparence des paiements de courtages au nom des clients en permettant à ces derniers d'évaluer l'utilisation qui en est faite par le conseiller en valeurs. Elle devrait aussi responsabiliser les conseillers davantage à cet égard. Étant donné qu'un des principaux arguments avancés en faveur des accords de paiement indirect au moyen des courtages est qu'ils facilitent l'obtention de recherches indépendantes, nous sommes également d'avis qu'il serait utile d'indiquer séparément le montant des courtages versés par les courtiers à des tiers pour la recherche.

Pour accroître davantage la transparence et la responsabilité, le conseiller en valeurs est tenu, en vertu du paragraphe 2 de l'article 4.1 du projet de règlement, de consigner certains renseignements supplémentaires sur les biens et services payés au moyen des courtages et de les fournir à ses clients sur demande. Nous estimons également que le conseiller en valeurs devrait conserver ces renseignements pendant au moins cinq ans.

Nous nous demandons s'il faudrait ajouter des obligations d'information sur les opérations « nettes », dans lesquelles le courtage payé au courtier est intégré au prix du titre (par exemple dans le cas des opérations de contrepartie). Nous reconnaissons qu'il est compliqué de calculer les coûts implicites d'une opération nette et que les conseillers en valeurs peuvent les estimer de différentes façons. Nous notons qu'au Royaume-Uni, les obligations d'information imposées par l'IMA en la matière sont limitées au pourcentage d'opérations sans courtages explicites, aucune autre répartition des coûts implicites n'étant faite. Nous sollicitons des commentaires sur les obligations d'information appropriées pour les opérations nettes.

Question 12

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

Question 13

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

Question 14

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

Question 15

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

IV. ABSENCE DE PÉRIODE DE TRANSITION

Nous ne proposons pas de période de transition étant donné que les dispositions actuelles sont en vigueur et que les projets de règlement et d'instruction générale fournissent des directives supplémentaires. De plus, un délai s'écoulera entre l'adoption de la version définitive du règlement et sa date d'entrée en vigueur, ce qui permettra aux conseillers en valeurs de modifier leurs politiques, pratiques et accords en conséquence. Les plus importantes modifications découleront probablement des obligations d'information renforcées.

V. POINTS SUR LESQUELS NOUS SOLLICITONS DES COMMENTAIRES

Voici un récapitulatif des questions posées dans le présent avis :

Question 1

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

Question 2

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

Question 3

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

Question 4

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

Question 5

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

Question 6

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

Question 7

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

Question 8

Dans quelle mesure les conseillers en valeurs utilisent-ils les courtages pour payer partiellement les biens et services à usage mixte?

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

Question 9

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

Question 10

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

Question 11

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

Question 12

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

Question 13

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

Question 14

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

Question 15

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

VI. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

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

VII. TEXTES CONNEXES

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

VIII. AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES ET COÛTS ET AVANTAGES PRÉVUS

Les autres solutions envisagées et les coûts et avantages prévus de la mise en œuvre du projet de règlement sont abordés dans l'analyse coûts-avantages intitulée *Analyse coûts-avantages : Paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages*. Cette analyse est publiée en Annexe A du présent avis.

IX. DOCUMENTS NON PUBLIÉS

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

X. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de règlement et d'instruction générale et à répondre aux questions posées dans le présent avis avant le 19 octobre 2006.

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

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Office, Île-du-Prince-Édouard

Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registraire des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Registraire des valeurs mobilières, Nunavut
Registraire des valeurs mobilières, Yukon

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

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Téléc. : (514) 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20. rue Queen Ouest
Bureau 1903, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

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

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0558, poste 4358

Cindy Petlock
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2351

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

Ruxandra Smith
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2317

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

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

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

Le 21 juillet 2006

Annexe A
Analyse coûts-avantages
Projet de Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages

Introduction

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) entend mettre en place une réglementation efficiente. L'un des principes énoncés dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario est que « [l]es restrictions imposées aux activités commerciales et aux investissements des participants au marché, notamment les frais d'entreprise et les frais réglementaires, devraient être fonction de l'importance des objectifs visés en matière de réglementation ».[1]

Nous effectuons une analyse coûts-avantages pour chaque projet réglementaire que nous considérons important. Ces analyses mettent en lumière les effets économiques, voulus ou non, des projets de règlement et nous procurent l'assurance qu'ils ne seront pas négligés.

La présente analyse porte sur les problématiques réglementaires que soulève le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages ainsi que sur les avantages et les coûts des pistes de solution envisagées.

Accords de paiement indirect au moyen des courtages

Dans la gestion des fonds de leurs clients, il n'est pas rare que les conseillers et les gestionnaires de portefeuille (appelés ci-après les conseillers) utilisent une partie des courtages pour payer des biens et services liés à la gestion de portefeuille. Ces achats revêtent deux formes: le courtier regroupe d'autres produits avec l'exécution d'ordres, comme la recherche interne; le conseiller verse une portion des courtages à des tiers. Dans la présente analyse, les accords de paiement indirect au moyen des courtages désignent le regroupement de biens et services fournis par les courtiers avec l'exécution d'ordres de même que les paiements à des tiers.

Lorsque des courtages servent à payer des biens et services non liés à l'exécution d'ordres, l'investisseur ne reçoit pas toute l'information sur les décisions prises par son conseiller. L'incapacité de l'investisseur à surveiller efficacement l'emploi de son argent par le conseiller soulève un problème de confusion entre le rôle de mandataire et celui de contrepartiste. Les conflits d'intérêts inhérents à ces accords peuvent inciter les conseillers à prendre des décisions qui ne seraient pas dans l'intérêt de leurs clients, notamment :

- Les conseillers peuvent consommer trop de biens et de services payés sur les courtages. Le prix ou la quantité de ces prestations peuvent être exagérés et ne pas profiter aux clients.
- Les conseillers peuvent effectuer des opérations et prendre des décisions d'investissement qui visent à entretenir des relations mettant en cause de tels accords au détriment de leur obligation d'obtenir la meilleure exécution.
- Les conseillers ayant plusieurs clients peuvent payer des services profitant à un client avec le courtage versé par un autre.

En théorie, le groupage de biens et services peut présenter des avantages économiques.[2] À titre d'exemple, il peut générer, dans la production de ces biens et services, des économies d'échelle qui permettent de demander un prix groupé inférieur au total des prix unitaires. Pour l'acheteur, un produit combiné peut revenir moins cher qu'un produit pris individuellement. En outre, le groupage peut aider à la fixation efficace des prix en fonction du montant que les divers acheteurs sont prêts à verser. Il n'existe cependant pas d'indication sur les prix qui seraient pratiqués dans un marché sur lequel les biens et services liés à la gestion de portefeuille seraient dégroupés. Sans cet élément de comparaison, il est difficile d'évaluer si ces avantages théoriques sont bien réels.

---

1 *Loi sur les valeurs mobilières*, LRO 1990, c. S.5, par. 2.1(6)

2 Financial Services Authority, CP176: *Bundled brokerage and Soft Commission Arrangements*, Avril 2003, p. 19-19.

L'avantage le plus souvent cité à propos des versements aux tiers est qu'ils soutiennent les fournisseurs de recherche indépendante. On pense que les accords de paiement indirect au moyen des courtages aident les fournisseurs de recherche à accéder aux conseillers et lèvent ainsi certains obstacles à l'entrée qui, autrement, se présenteraient. Le nombre de ces fournisseurs s'en trouve augmenté et la concurrence entre eux plus vive. Un grand choix de fournisseurs et une recherche de qualité élevée permettent aux conseillers de prendre des décisions d'investissement plus judicieuses qui, en accroissant le rendement du capital investi, profitent en bout de ligne aux investisseurs.

Pour les conseillers, le paiement de biens et services non liés à l'exécution d'ordres au moyen des courtages fait baisser le coût de l'accès au marché, ce qui devrait favoriser l'arrivée de nouveaux joueurs et intensifier la concurrence. La demande de produits comme les données de marché et les rapports de recherche est cependant beaucoup plus prévisible que la demande de services d'exécution d'ordres. On peut donc douter de la justification économique de l'affectation des courtages au paiement de tels produits. Cette mise en rapport peut inciter les conseillers à faire des opérations abusives afin de recevoir les biens et services groupés ou fournis par des tiers.

Étendue de la question

D'après une recherche réalisée par Greenwich Associates et les données recueillies par l'ACCOVAM, on estime qu'en 2004, la valeur des paiements indirects au moyen des courtages au Canada s'établissait à environ 300 millions de dollars, dont 61 millions versés à des tiers.[3]

La recherche de Greenwich Associates a également démontré un léger fléchissement dans l'emploi des courtages pour le paiement de biens et services fournis par des tiers. Bien que certains cabinets aient mis un terme à cette pratique, le phénomène s'est limité à de très grandes sociétés de gestion de portefeuille capables de se doter de services de recherche internes.

Les principaux intéressés dans les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont les suivants :

- Les conseillers. Au Canada, il y a environ 805 sociétés inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille.[4] Elles n'ont pas toutes des accords de versement de courtages à des tiers, mais une proportion beaucoup plus importante recevraient des biens et services groupés de courtiers.[5]
- Les courtiers. Au troisième trimestre de 2005, on en comptait 201 au Canada.[6] Les courtiers offrent à la clientèle des biens exclusifs groupés et l'option de verser des courtages à des tiers fournisseurs.
- Les investisseurs qui font appel à un conseiller pour gérer leur portefeuille.
- Les fournisseurs de services, notamment de recherche, qui reçoivent des versements en vertu d'accords de paiement indirect au moyen des courtages conclus avec des courtiers.

---

[3] La recherche effectuée par Greenwich Associates en 2005 a révélé qu'environ 54 % des courtages allaient aux services groupés et 11 % aux paiements indirects au moyen des courtages (Greenwich Associates, *Canadian Equity Market Trends – Statistical Supplement*, juin 2005). Selon les statistiques de l'ACCOVAM, le total des courtages pour opérations sur actions se chiffrait à 554 millions de dollars en 2005 (Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Performance du secteur des valeurs mobilières, quatrième trimestre 2005).

[4] Soit le nombre de sociétés inscrites dans la Base de données nationale d'inscription (BDNI) dans une catégorie de conseiller en janvier 2006. Ces sociétés ne sont pas toutes gestionnaires de portefeuille; certaines ne font que du conseil.

[5] Selon des données empiriques et la recherche de Greenwich Associates qui montre que le versement de courtages en contrepartie de biens et services groupés est beaucoup plus répandu (54 %) qu'en contrepartie de services de recherche fournis par des tiers (11 %).

[6] Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Performance du secteur des valeurs mobilières, quatrième trimestre 2005.

Problématique réglementaire

Actuellement, il existe une instruction[7] en Ontario et un règlement[8] au Québec qui énoncent des directives visant les accords de paiement indirect au moyen des courtages et l'information à fournir à leur sujet. L'on estime que les directives actuelles ne sont pas assez claires pour les participants au marché et ne protègent pas suffisamment les investisseurs contre les conflits d'intérêts inhérents à ces accords. On soulève particulièrement les problèmes suivants :

1. Les autorités de réglementation pourraient faire davantage pour protéger les investisseurs. Ces accords sont susceptibles de nuire aux investisseurs, qui parfois n'en ont pas même connaissance. Les obligations d'information en vigueur ne leur permettent pas d'exercer une surveillance sur ces pratiques et de savoir s'ils en ont pour leur argent.

2. Entre 2003 et 2005, la CVMO a constaté des lacunes chez 39 % des sociétés examinées qui utilisaient des courtages pour payer des produits à des tiers.[9]

3. Il n'y a pas eu de mise à jour de la réglementation canadienne en la matière comme dans les autres marchés des capitaux auxquels le Canada est le plus lié (soit les États-Unis et le Royaume-Uni).

4. Les commentaires reçus sur le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages* ont fait ressortir le manque de clarté des obligations actuelles sur ce qui peut et ne peut pas être payé au moyen des courtages. Le personnel de la CVMO reçoit souvent des participants au marché des demandes de renseignements sur les biens et services autorisés dans le cadre de ces accords.

5. Puisque les instructions ne sont pas exécutoires comme les règlements, il n'y a aucune garantie que les conseillers suivent les directives et fournissent à leurs clients une information valable.

6. Il n'existe au Canada aucun règlement harmonisé sur les accords de paiement indirect au moyen des courtages et l'information à fournir à leur sujet.

7. On remarque des incohérences dans l'information fournie sur l'emploi des courtages selon qu'il s'agit des organismes de placement collectif ou d'autres formes de placement géré.

Objectifs du projet d'encadrement

Le projet d'encadrement des courtages comprend quatre objectifs :

1. Assurer aux investisseurs davantage d'information sur les pratiques de leur conseiller en matière de paiements indirects au moyen des courtages.
2. Harmoniser les règlements des ACVM visant les biens et services payables au moyen des courtages et prendre en compte l'évolution de la réglementation à l'étranger.
3. Clarifier les biens et services que les conseillers peuvent payer au moyen des courtages, de manière à en évaluer les frais de gestion réels.
4. Renforcer la confiance dans le fait que les courtages servent, en définitive, à ceux qui les paient.

---

7 *Policy 1.9 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services other than Order Execution Services* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

8 Instruction générale Q-20, L'emploi du courtage sur les titres gérés (devenue règlement en juin 2003).

9 D'avril 2003 à mars 2005, la CVMO a procédé à un examen de conformité à l'égard de 47 sociétés inscrites comme conseillers en placement (*investment counsel*) et gestionnaires de portefeuille (*portfolio managers*). Sur les 18 qui avaient conclu des accords de paiement indirect de biens et services auprès de tiers au moyen des courtages, 7 présentaient des lacunes.

L'atteinte de ces objectifs devrait diminuer la fréquence des problèmes soulevés par les paiements indirects au moyen des courtages dans les examens de conformité, réduire le nombre de demandes de renseignements des participants au marché sur les biens et services autorisés, et améliorer l'information des investisseurs.

Quatre solutions

Quatre solutions à la problématique des accords de paiement indirect au moyen des courtages sont envisagées, soit :

1. maintenir le statu quo;
2. mettre à jour les obligations actuelles;
3. interdire la pratique;
4. refondre les obligations actuelles dans un règlement pancanadien.

1. Maintenir le statu quo

L'Ontario pourrait conserver son instruction et le Québec son règlement. Ces documents continueraient à servir de directives dans les autres territoires.

Coûts

- Le statu quo ne règle pas la question des risques de conflits d'intérêts. En perpétuant le manque de transparence nécessaire, on laisse les investisseurs sans moyen de surveiller efficacement l'usage que les conseillers font des courtages dans le paiement des biens et services relatifs à la gestion de portefeuille.
- Le statu quo maintient l'incertitude au sujet du bon emploi des paiements indirects.
- Le Canada serait de plus en plus déphasé par rapport aux marchés auxquels il est le plus lié, à savoir les États-Unis et le Royaume-Uni, ce qui pourrait nuire à la compétitivité de ses marchés des capitaux si le contrôle pratiqué dans d'autres pays en matière d'emploi des courtages était vu comme plus rigoureux. Les gestionnaires de portefeuille canadiens pourraient avoir plus de mal à attirer les investisseurs étrangers.

Avantages

- Il n'y aurait pas de coûts additionnels pour les courtiers et les conseillers.

2. Mettre à jour les obligations actuelles

La deuxième solution consisterait à mettre à jour et à clarifier la liste des biens et services autorisés en vertu de l'instruction ontarienne et du règlement québécois. Les obligations révisées comprendraient en outre des directives sur l'information à fournir aux clients sur l'emploi de leurs courtages. Rien ne garantirait que les obligations révisées seraient mises en œuvre dans les autres territoires et qu'il y aurait ainsi harmonisation entre les ACVM. En Ontario, on ne serait guère assuré que tous les courtiers et les conseillers les respecteraient, car l'instruction révisée, demeurant une directive, n'aurait pas force de loi.

Pour veiller à respecter les nouvelles obligations, les conseillers et les courtiers auraient à revoir leurs accords actuels et à s'assurer que les biens et services fournis ou obtenus sont autorisés. La plupart des conseillers ont une liste des services qu'ils peuvent payer sur les courtages, habituellement tenue par le personnel ou les cadres responsables de la conformité. Les courtiers possèdent une liste similaire pour les services qu'ils sont autorisés à offrir dans le cadre de ces accords. Il leur faudrait aussi veiller à respecter les nouvelles obligations d'information.

Coûts

- Pour se conformer aux obligations d'information augmentées, les conseillers auraient à produire de la documentation et à la diffuser auprès de la clientèle. Selon les obligations actuelles au Québec et en Ontario, les conseillers doivent fournir aux clients qui en font la demande le nom des fournisseurs de services de recherche qui leur ont fourni de tels services en contrepartie de courtages au cours du dernier exercice et un résumé de ces services. Le projet de règlement conserve certaines des

obligations d'information annuelle générale qui sont actuellement en vigueur (semblables à celles déjà prévues par la Policy 1.9 de la CVMO et l'Instruction générale Q-20 de l'Autorité des marchés financiers), mais exige aussi les nouveaux renseignements suivants :

  - le total des courtages payés pendant la période, pour chaque catégorie de titres, et par compte ou portefeuille de chaque client;
  - une estimation raisonnable des opérations suivantes en pourcentage de ces courtages : l'exécution d'ordres seule, l'exécution d'ordres groupée avec des services exclusifs du courtier, et l'exécution d'ordres comportant l'acheminement d'une partie du courtage à des tiers;
  - dans le cas des paiements à des tiers, une estimation raisonnable de la proportion des courtages versée aux fournisseurs de services de recherche, versée aux autres tiers fournisseurs de services, et retenue par le courtier.

- Il est probable que les obligations d'information supplémentaires occasionneront des frais initiaux aux conseillers, qui devront réviser leurs pratiques et procédures actuelles pour assurer un suivi continu de l'information au niveau de détail voulu. Les conseillers devraient disposer de l'information exigée et les changements nécessaires ne toucheraient que les méthodes de conservation et de traitement de l'information. Les coûts permanents d'établissement, de reproduction et d'envoi des documents d'information seraient moindres dans les cas où la collecte d'information serait revue dès le début.
- Les courtiers et les conseillers auraient à confronter leur emploi des courtages au projet de règlement et à son instruction générale. La Financial Services Authority (FSA) estime qu'au Royaume-Uni, il faudrait six jours de travail à un chef de la conformité et une journée à un avocat pour effectuer une telle analyse.[10] Nous pensons qu'il en faudrait sensiblement autant aux courtiers et aux conseillers canadiens, pour des frais non récurrents estimés à près de 3 millions de dollars. Le tableau 1 ci-dessous présente la ventilation de ces frais :

Tableau 1	
Nombre moyen de jours travaillés	252
Salaire moyen d'un chef de la conformité	77 000 $[11]
Temps de travail estimatif	6 jours
Salaire moyen d'un juriste	124 000 $[12]
Temps de travail estimatif	1 jour
Salaire moyen d'un haut dirigeant	110 000 $
Temps de travail estimatif	1 jour
Nombre estimatif de sociétés visées (courtiers et conseillers)[13]	1 006
Frais estimatifs par société	2 800 $
Frais estimatifs globaux (3 000 $ x 1 006 sociétés)	2,8 millions $

- En Ontario et au Québec, la plupart des courtiers et des conseillers veillent déjà à respecter les obligations actuelles. Il est probable que ceux des autres territoires sont au fait des directives actuelles et appliquent déjà des politiques et procédures. Les

[10] OXERA, 2003, page 18. Malgré les différences entre notre projet de règlement et le projet de la FSA, nous croyons qu'il s'agit d'une bonne estimation du travail moyen à effectuer pour analyser les accords de paiement indirect au moyen des courtages.

[11] Le salaire estimatif d'un chef de la conformité a été établi d'après des discussions avec des consultants en ressources humaines bien au fait du marché du travail pour cette catégorie d'emploi.

[12] Le salaire estimatif d'un juriste a été établi selon le salaire versé aux juristes d'expérience exerçant dans le domaine réglementaire.

[13] Nous avons posé l'hypothèse que l'ensemble des 201 courtiers et des 805 conseillers sont parties à des accords de paiement indirect au moyen des courtages. Il s'agit d'après nous d'une estimation généreuse des frais pour le secteur et toutes ces sociétés n'ont pas nécessairement conclu de tels accords avec des tiers.

nouveaux coûts permanents qu'occasionnerait le respect des obligations révisées seraient sans doute minimes.

- Pour être conformes aux nouvelles obligations, certains contrats entre courtiers et conseillers pourraient devoir être renégociés.
- Comme dans le cas de l'instruction ontarienne actuelle, les directives ne seraient pas exécutoires, aussi n'aurait-on guère l'assurance que tous les conseillers les respecteraient et que les investisseurs recevraient une information de meilleure qualité. Ainsi, les autorités en valeurs mobilières pourraient rencontrer sensiblement les mêmes problèmes qu'actuellement dans les examens de conformité.
- Les normes manqueraient encore d'uniformité entre les ACVM ainsi qu'entre les organismes de placement collectif et les autres formes de placement géré.

Avantages

- Les participants au marché seraient au clair à propos des pratiques autorisées.
- Si des directives sur l'information à fournir étaient établies, les investisseurs seraient mieux renseignés sur l'utilisation que les conseillers font des courtages pour payer des biens et services non liés à l'exécution d'ordres, donc mieux à même de connaître la conduite de ces derniers et de contrôler les conflits d'intérêts.
- Le rapprochement avec la réglementation américaine et britannique aidera à préserver la compétitivité des marchés des capitaux du Canada. Il n'y a toutefois pas de certitude que les normes seraient suivies par tous les intervenants du secteur.

3. Interdire la pratique

La troisième solution consisterait à interdire aux courtiers et aux conseillers d'utiliser les courtages à d'autres fins qu'en paiement des services d'exécution d'ordres. Les biens et services actuellement acquittés au moyen des courtages seraient payés directement sur les frais de gestion du conseiller.

Coûts

- L'une des principales préoccupations quant à l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages est le tort qu'elle pourrait causer aux fournisseurs de recherche indépendante. Mais dans quelle mesure ceux-ci comptent-ils sur de tels accords? La recherche réalisée par Greenwich Associates[14] révèle que plus de 60 % des gestionnaires de portefeuille au Canada obtiennent leurs services de recherche de tiers fournisseurs dans le cadre de ces accords. Par comparaison, seulement 27 % d'entre eux rémunèrent avec leur propre argent tout ou partie de la recherche indépendante dont ils ont besoin. Non seulement la majorité des conseillers utilisent les courtages en paiement de ces services, mais ils sont aussi potentiellement imposants par leur taille. L'on estime que 20 % des courtages versés à des tiers le sont pour la recherche indépendante. Par conséquent, l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait causer préjudice aux fournisseurs de services de recherche, mais il est difficile d'évaluer à quel point, car ces accords ne sont interdits dans aucun autre pays comparable.
- Greenwich Associates a également constaté que le paiement des services de recherche au moyen des courtages est plus répandu chez les petits gestionnaires de portefeuille.[15] Donc, l'interdiction de la pratique se ferait sentir encore davantage sur ce groupe. La hausse des coûts que devraient supporter les nouveaux conseillers pourrait entraver leur accès au marché, ce qui, à terme, affaiblirait la concurrence et diminuerait le nombre de conseillers parmi lesquels les investisseurs peuvent choisir.
- Les accords de paiement indirect au moyen des courtages sont autorisés dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Leur interdiction au Canada pourrait mettre à mal la compétitivité du secteur canadien des valeurs mobilières. Faute d'harmonisation avec ces pays, il pourrait être difficile pour les courtiers canadiens de susciter l'intérêt des gestionnaires de portefeuille étrangers. Ces derniers pourraient également être moins enclins à faire affaire au Canada. Les

---

[14] Greenwich Associates, *Canadian Equities: Setting the Price for Sell Side Research*, juin 2005, p. 5.
[15] *Greenwich 2005 Statistical Supplement*, p. 12.

investissements au pays pourraient en outre reculer, ce qui resserrerait la liquidité des marchés des capitaux canadiens.

- Aucune preuve concluante ne confirme ni n'infirme l'existence des économies d'échelle que le groupage des services d'exécution d'ordres avec d'autres biens et services est censé réaliser. Si toutefois de telles preuves existent, le dégroupage fera grimper les coûts pour les conseillers. Il pourrait en coûter davantage aux nouveaux conseillers pour accéder au marché, avec la baisse de la concurrence et du choix offert aux investisseurs qui s'ensuivrait. À terme, moins nombreux à se faire concurrence, les conseillers pourraient finir par augmenter leurs frais de gestion.
- Il y a un risque que les courtiers s'y prennent autrement pour intéresser les conseillers. Par exemple, on a avancé que l'interdiction des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait inciter les courtiers à agir plus souvent comme contrepartistes. Or, le coût d'une opération de contrepartie par un courtier est englobé dans le prix de l'opération et il est donc plus opaque. L'achat de biens et services ne se rapportant pas à l'exécution d'ordres perdrait ainsi de sa transparence pour les investisseurs et les autorités en valeurs mobilières.
- L'imputation des frais de recherche aux frais de gestion pourrait amener les conseillers à recourir insuffisamment à la recherche et à ne pas prendre les meilleures décisions pour leurs clients. Les conseillers pourraient hésiter à rogner leurs marges en se servant des frais de gestion pour acquitter la recherche. Ils hésiteraient tout autant à hausser ces frais pour payer la recherche, étant donné qu'ils se font concurrence sur le terrain des prix demandés pour leurs services.
- Le dégroupage de certains services exclusifs offerts par les courtiers pourrait se révéler difficile ou coûteux.

Avantages

- Si la fourniture de biens et services groupés se rapportant à la gestion de portefeuille ne permet pas d'économie d'échelle, leur dégroupage pourrait faire baisser les coûts pour les conseillers et les investisseurs.
- La recherche effectuée par Greenwich Associates indique que 71 % des gestionnaires de portefeuille canadiens auraient moins recours à la recherche fournie par les courtiers s'ils étaient contraints de les payer avec leur propre argent.[16] Ce serait le signe que les conseillers en font un emploi abusif, de sorte que l'interdiction bénéficierait aux investisseurs, qui ne paieraient que l'exécution d'ordres et non des services qui ne leur rapportent peut-être rien.
- Dans le même ordre d'idées, le contexte actuel crée peut-être des distorsions sur le marché de la recherche indépendante. Il se peut que les conseillers abusent de la recherche fournie par des tiers et, partant, entretiennent des fournisseurs de recherche et des produits non rentables pour les clients.
- En obligeant les conseillers à puiser dans leurs frais de gestion pour payer les biens et services non liés à l'exécution d'ordres, on les incite à n'obtenir que des biens et services qui profitent aux clients. Plus du quart des gestionnaires de portefeuille sur lesquels Greenwich Associates a porté sa recherche de 2005 payaient la recherche indépendante avec leur propre argent. [17] Il ne fait aucun doute que les conseillers attribuent plus de valeur à la recherche indépendante qu'à son équivalent fourni par les courtiers. Ainsi, l'interdiction pourrait amener les conseillers à substituer la recherche indépendante à celle offerte par les courtiers, ce qui stimulerait les ventes des fournisseurs indépendants.
- Les courtages ne serviraient à payer que l'exécution d'ordres. Il est probable que la surconsommation de biens et services non liés à l'exécution d'ordres cesserait et que les conseillers seraient moins incités à prendre des décisions d'investissement qui ne sont pas dans l'intérêt de leurs clients.
- Les frais de gestion correspondraient au prix réel de l'expertise du conseiller et au coût total de sa méthode de placement. Il serait plus facile pour les investisseurs de comparer les services de conseil selon leur prix.

---

[16] *Ibid*.
[17] *Ibid*, p.4.

4. Refondre les obligations actuelles dans un règlement pancanadien

Le projet de règlement résout la problématique des accords de paiement indirect au moyen des courtages par l'instauration d'une norme uniforme dans toutes les provinces et tous les territoires participants.

Coûts

- L'instauration d'un règlement pancanadien exigerait la révision de tous les accords actuels de paiement indirect au moyen des courtages, pour les mêmes coûts que la deuxième solution, soit la mise à jour des obligations actuelles.
- Les conseillers auraient à produire de la documentation et à la diffuser auprès de la clientèle, ce qui entraînerait aussi les mêmes coûts que la deuxième solution.
- Le projet de règlement interdit certains services qui n'étaient pas expressément exclus auparavant. Si ces services n'étaient pas assez rentables, tout laisse croire que les conseillers s'en priveraient plutôt que de les payer avec leurs frais de gestion. D'après la recherche de Greenwich Associates, la baisse de la demande ne devrait pas menacer la viabilité des fournisseurs.[18] En outre, l'exclusion de ces services pourrait encourager les fournisseurs à offrir des produits qui rapporteraient vraiment aux conseillers.
- Les investisseurs recevront davantage d'information sur l'affectation de leurs courtages. Ils pourraient toutefois ne pas avoir assez de connaissances pour juger si les biens et services fournis leur rapportent et améliorent le rendement du capital investi.

Avantages

- Sous le régime proposé dans le projet de règlement, il resterait certes un risque de conflit d'intérêts, mais les conseillers auraient moins l'occasion de surconsommer des biens et services à l'encontre de leur obligation d'obtenir la meilleure exécution. Les obligations d'information augmentées les responsabiliseraient davantage envers leurs clients.
- Les investisseurs obtiendraient assez d'information pour juger si les conseillers font bon usage des courtages. En outre, le surcroît de transparence qui en découlerait permettrait aux investisseurs de mieux comparer les services offerts par les conseillers et, partant, intensifierait les pressions concurrentielles sur ces derniers.
- Comme le règlement aurait force de loi, la menace de sanctions inciterait les conseillers à se discipliner.
- Le projet de règlement fournirait aux courtiers et aux conseillers des éclaircissements sur les biens et services payables au moyen des courtages. La recherche de Greenwich Associates révèle que les conseillers utilisent bel et bien les courtages pour acquitter certains services expressément interdits dans le projet de règlement.[19] Les investisseurs gagneraient à voir une baisse de la consommation de biens et services peu avantageux pour eux.
- Les marchés des capitaux canadiens conserveraient leur position concurrentielle par rapport à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.
- Il serait toujours possible de passer par un accord de paiement indirect au moyen des courtages pour se procurer de la recherche indépendante, de sorte que les analystes qui la fournissent seraient en mesure de rivaliser avec les analystes au service des courtiers.
- Le projet de règlement assurerait l'application d'une norme uniforme à tous les conseillers au pays et dissiperait ainsi la confusion et l'incertitude chez les investisseurs, les conseillers et les courtiers.
- Le projet de règlement inciterait les conseillers à bien connaître leurs obligations fiduciaires et à fournir des biens et services rentables pour ne pas encourir de sanctions.

---

[18] À titre d'exemple, environ 27 % des répondants utilisent des courtages pour s'abonner à des services de nouvelles et moins de 10 % pour payer l'analyse des frais d'opération (Greenwich Associates, *Canadian Equities: Setting the Price for Sell-Side Research*, juin 2005, 4).

[19] *Ibid.*

Conclusion

Il ressort manifestement de notre analyse que le statu quo présente bien peu d'avantages et n'assurerait pas une protection suffisante aux investisseurs. À l'opposé, l'interdiction pure et simple des accords de paiement indirect au moyen des courtages pourrait nuire à la compétitivité du Canada et compromettre la viabilité de la recherche indépendante au pays.

La mise à jour des obligations actuelles offre l'avantage d'apporter des éclaircissements aux conseillers et aux courtiers et d'améliorer la capacité des clients à surveiller l'affectation de leurs courtages. Nous prévoyons que les courtiers et les conseillers auraient à engager des frais non récurrents d'environ 3 millions de dollars pour réviser leurs pratiques et leurs accords en la matière. Nous ne nous attendons pas à ce que la fourniture d'information plus précise aux clients soit beaucoup plus coûteuse puisque ces renseignements devraient déjà leur être accessibles. Vu la valeur monétaire des courtages affectés au paiement de biens et services n'ayant pas trait à l'exécution d'ordres, une petite réduction suffirait à en compenser le coût. Toutefois, cette solution ne permettrait pas d'atteindre tous les objectifs du projet d'encadrement en ce qu'elle n'apporterait pas d'amélioration uniforme en matière d'information fournie, d'harmonisation ou de coercition.

On estime que le coût de la mise en œuvre du projet de règlement s'élèvera aussi à environ 3 millions de dollars, mais les avantages qui en découleront devraient être substantiels. La présente analyse indique qu'un règlement pancanadien qui donne des directives mieux définies sur l'emploi des paiements indirects au moyen des courtages et qui prescrit la communication d'information à l'investisseur est la meilleure solution. Un tel règlement endiguera les conflits d'intérêts inhérents à ces accords sans mettre en péril la viabilité des fournisseurs de recherche indépendante. En outre, il clarifiera pour les intéressés les pratiques admises en matière de paiements indirects au moyen des courtages. En exigeant de l'information plus utile, homogène et comparable, le projet de règlement aidera les investisseurs à prendre de meilleures décisions à l'égard des conseillers et à surveiller de plus près le recours aux accords de paiement indirect au moyen des courtages.

RÈGLEMENT 23-102 SUR LE PAIEMENT DES SERVICES D'EXÉCUTION D'ORDRES ET DE LA RECHERCHE AU MOYEN DES COURTAGES (ACCORDS DE PAIEMENT INDIRECT AU MOYEN DES COURTAGES)

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

PARTIE 1 DÉFINITIONS

1.1 Définitions – Dans le présent règlement, il faut entendre par :

« services d'exécution d'ordres » :

a) l'exécution d'ordres;

b) les autres biens ou services directement liés à l'exécution d'ordres.

« recherche » :

a) les conseils sur la valeur des titres et sur l'opportunité de faire des opérations sur des titres;

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

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION

2.1 Le présent règlement s'applique aux conseillers en valeurs et aux courtiers en valeurs inscrits lorsqu'un courtier facture des courtages pour l'exécution d'une opération sur titres.

PARTIE 3 PAIEMENTS AU MOYEN DE COURTAGES

3.1 Conseiller en valeurs

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

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

a) les services d'exécution d'ordres ou la recherche sont à l'avantage de ses clients;

b) la recherche effectuée ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations;

c) les courtages payés par ses clients en contrepartie des services d'exécution d'ordres ou de la recherche sont raisonnables, compte tenu de la valeur des services obtenus ou de la recherche effectuée.

3.2 Courtier en valeurs inscrit

Le courtier en valeurs inscrit ne peut utiliser ni verser à un tiers en paiement de biens et de services autres que des services d'exécution d'ordres ou de la recherche aucune partie des courtages qu'il perçoit.

PARTIE 4 OBLIGATIONS D'INFORMATION

4.1 Information

1) Le conseiller en valeurs qui conclut un accord prévoyant le paiement au moyen de courtages, en tout ou partie, de biens et services autres que l'exécution d'ordres fournit l'information suivante à chacun de ses clients initialement, puis au moins une fois par an :

a) les accords de paiement des services d'exécution d'ordres ou de la recherche au moyen des courtages, y compris le nom des courtiers et des tiers qui ont fourni des services ou de la recherche en vertu de ces accords, ainsi que les types de biens et de services fournis;

b) le total des courtages payés pendant la période visée, pour chaque catégorie de titres, par tous les comptes ou portefeuilles et par le compte ou le portefeuille du client concerné;

c) pour chacun des courtages visés au sous-paragraphe *b*, une estimation raisonnable du pourcentage payé pour les opérations suivantes :

i) les opérations consistant uniquement en l'exécution d'ordres;

ii) les opérations dans lesquelles l'exécution d'ordres est groupée avec d'autres services exclusifs par le courtier;

iii) les opérations dans lesquelles une partie des courtages est réservée au paiement de tiers, en fractionnant ce pourcentage selon le montant versé pour la recherche effectuée par ceux-ci, le montant versé pour les autres services fournis par eux et le montant retenu par le courtier;

d) une estimation raisonnable des courtages moyens pondérés par unité de titre correspondant aux pourcentages indiqués en vertu des dispositions *i* à *iii* du sous-paragraphe *c*.

2) Le conseiller en valeurs consigne des renseignements sur tous les biens et services qui ont été payés au moyen des courtages et les fournit à ses clients sur demande. Ces renseignements comprennent ce qui suit :

a) une description des biens et services reçus;

b) le nom du courtier qui a payé des biens et des services au moyen de courtages ou les a versés à un tiers;

c) le nom des tiers qui ont fourni les biens et services;

d) la date à laquelle les biens et services ont été obtenus.

PARTIE 5 DISPENSE

5.1 Dispense

1) L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense partielle ou totale du présent règlement aux conditions qu'il détermine.

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

3) Sauf en Ontario, la dispense prévue au paragraphe 1 est accordée en vertu des lois indiquées à l'Annexe B de la Norme canadienne 14-101, *Définitions* vis-à-vis du nom du territoire intéressé.

4) Au Québec, cette dispense est accordée conformément à l'article 263 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q. c. V-1.1)

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

PARTIE 1 – INTRODUCTION

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

a) les objectifs visés par le règlement;

b) l'interprétation des termes et dispositions du règlement;

c) la conformité au règlement.

1.2 Observations générales – Les courtiers en valeurs inscrits et conseillers en valeurs ont l'obligation d'agir équitablement, honnêtement et de bonne foi envers leurs clients. En outre, la législation en valeurs mobilières de certains territoires impose aux sociétés de gestion d'OPC l'obligation d'exercer toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances. Le règlement établit des paramètres plus précis pour l'utilisation des courtages. La présente instruction générale donne des directives sur les caractéristiques des biens et services pouvant être payés au moyen de courtages, ainsi que des exemples de biens et services autorisés ou non. Le règlement prévoit également les obligations d'information des conseillers en valeurs.

PARTIE 2 – CHAMP D'APPLICATION DU RÈGLEMENT

2.1 Champ d'application – Le règlement s'applique non seulement aux courtiers en valeurs inscrits, mais aussi aux conseillers en valeurs. Le terme « conseiller en valeurs » désigne le conseiller en valeurs inscrit et le courtier en valeurs inscrit qui fournit des conseils mais est dispensé de l'inscription à titre de conseiller. Le règlement régit toutes les opérations sur titres dans lesquelles des paiements sont faits au moyen de courtages conformément à l'article 2.1. Le terme « courtages » s'entend des commissions ou frais payés pour l'exécution d'une opération. Le règlement vise donc les opérations exécutées par les courtiers à titre de contrepartiste ou de mandataire, du moment que des courtages sont facturés, ce qui peut comprendre les opérations nettes, s'il est possible de distinguer une commission.

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

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

1) Les définitions prévues à l'article 1.1 du règlement indiquent les caractéristiques générales des « services d'exécution d'ordres » et de la « recherche ».

2) Les définitions ne précisent pas la forme (par exemple, électronique ou sur papier) des services d'exécution d'ordres ou de la recherche, car c'est le fond qu'il faut prendre en considération pour déterminer si les critères sont respectés.

3) Les responsabilités du conseiller en valeurs consistent notamment à établir s'il est possible de payer un bien ou un service donné, en tout ou partie, au moyen de courtages. Pour ce faire, il doit notamment, en vertu de la partie 3 du règlement, veiller à ce que le bien ou le service corresponde à la définition de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et qu'il soit à l'avantage de ses clients.

3.2 Exécution d'ordres

1) En vertu de l'article 1.1 du règlement, les services d'exécution d'ordres comprennent l'exécution d'ordres, ainsi que les autres biens et services directement liés à l'exécution d'ordres. Pour l'application du règlement, le terme « exécution d'ordres », comparativement à « services d'exécution d'ordres », désigne la saisie, le traitement ou la facilitation des ordres par un courtier, à l'exclusion des autres outils servant à l'exécution des opérations.

2) Pour être considérés comme directement liés à l'exécution d'ordres, les biens et services doivent généralement être essentiels à la conclusion des opérations sur titres qui ont donné lieu au paiement des courtages. Un délai doit être respecté pour que seuls les biens et services obtenus par le conseiller en valeurs qui sont directement liés au processus d'exécution soient considérés comme des services d'exécution d'ordres. Les biens et services fournis entre le moment auquel le conseiller en valeurs décide de faire un placement ou de réaliser une opération et le moment auquel l'opération est conclue sont généralement considérés comme tels. La conclusion de l'opération sur titres se produit lorsque le règlement est clair et irrévocable.

3) Par exemple, les services d'exécution d'ordres peuvent comprendre des conseils sur des opérations, notamment les conseils d'un courtier sur la façon d'exécuter un ordre (dans la mesure où ils se rapportent à l'exécution d'un ordre précis et sont fournis au moment où la décision de faire un placement ou de réaliser une opération est prise par le conseiller en valeurs), les services de garde, de compensation et de règlement qui sont directement liés à l'ordre dont l'exécution a donné lieu au paiement de courtages, les logiciels de négociation algorithmique et les données du marché brutes, dans la mesure où ils aident à exécuter les ordres.

3.3 Recherche

1) En vertu du règlement, la recherche s'entend de conseils, d'analyses ou de rapports sur diverses questions relatives à des placements ou à des opérations sur titres. La partie 3 du règlement contient également des dispositions sur l'obligation du conseiller en valeurs de veiller à ce que la recherche ajoute une valeur aux décisions en matière de placements ou d'opérations. À cette fin, la recherche doit contenir un raisonnement ou des connaissances et traduire une pensée originale. Elle ne doit donc pas reposer sur de l'information ou des conclusions qui sont répandues ou vont de soi. La recherche autorisée peut reposer sur des faits nouveaux ou non mais doit apporter de nouvelles perspectives et non se contenter de reproduire ou de reformuler de l'information ou des conclusions préexistantes. De même, la recherche doit aboutir à des conclusions significatives par l'analyse ou la manipulation d'information ou de données. L'information ou les données qui n'ont été ni analysées ni manipulées ne traduisent pas de pensée originale et ne contiennent ni raisonnement ni connaissances. Enfin, pour pouvoir être liée à l'exécution d'ordres, la recherche doit être fournie avant que le conseiller en valeurs ne prenne la décision de réaliser un placement ou une opération.

2) Par exemple, les rapports de recherche usuels et les conseils sur la valeur des titres et sur l'opportunité de faire des opérations sur des titres sont généralement considérés comme de la recherche, de même que les logiciels d'analyse quantitative, les données du marché qui ont été analysées ou manipulées pour aboutir à des conclusions significatives et les analyses après les opérations portant sur des opérations antérieures (dans la mesure où elles servent à prendre des décisions en matière de placement ou d'opérations).

3.4 Biens et services à usage mixte

1) Les biens et services à usage mixte comportent certains éléments correspondant aux définitions de « services d'exécution d'ordres » ou de « recherche » et d'autres qui n'y correspondent pas ou ne respectent pas les dispositions de la partie 3 du règlement. Le conseiller en valeurs qui en obtient doit répartir raisonnablement les courtages payés, en fonction de leur utilisation. Ainsi, une partie du coût des analyses après les opérations peut

être considérée comme de la recherche, mais le conseiller en valeurs doit payer lui-même la partie qui n'est pas considérée comme telle (par exemple, celle qui est utilisée aux fins de la conformité et de la surveillance interne de la performance).

2) Le conseiller en valeurs doit tenir une comptabilité adéquate des répartitions pour veiller à ce que les courtages payés par ses clients ne soient pas utilisés pour payer les éléments des biens et services à usage mixte dont ils ne tirent aucun avantage direct.

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

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

4.1 Obligations du conseiller en valeurs

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 3.1 du règlement, le conseiller en valeurs ne peut conclure aucun accord en vertu duquel une partie des courtages est utilisée à d'autres fins que le paiement de services d'exécution d'ordres ou de recherche, au sens du règlement. Les accords en question peuvent être officiels ou consensuels. Il peut notamment s'agir d'accords consensuels concernant les biens et services d'un courtier en valeurs offrant des services groupés exclusifs.

2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 3.1 du règlement, le conseiller en valeurs qui utilise les courtages pour payer des services d'exécution d'ordres ou de la recherche doit respecter certaines conditions, et notamment veiller à ce que les services ou la recherche soient à l'avantage de ses clients. Le conseiller en valeurs doit se doter de politiques et procédures appropriées pour répartir de façon équitable et raisonnable les biens et services obtenus entre les clients dont les courtages ont servi au paiement.

4.2 Obligations du courtier en valeurs inscrit – L'article 3.2 du règlement n'empêche pas le courtier en valeurs inscrit de verser à un tiers fournisseur de services d'exécution d'ordres ou de recherche, selon les instructions du conseiller en valeurs qui en bénéficie, une partie des courtages qu'il facture.

PARTIE 5 – OBLIGATIONS D'INFORMATION

5.1 Moment de la fourniture de l'information

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

2) En ce qui concerne les comptes existants, le conseiller en valeurs doit fournir l'information initiale à la première des deux dates suivantes : la date qui tombe six mois après d'entrée en vigueur du règlement et la date à laquelle il fournit sa première information périodique. Si la date de fourniture de l'information initiale aux détenteurs de comptes existants précède celle de la première information périodique, le conseiller en

valeurs peut ne donner que l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 4.1 du règlement à cette fin.

5.2 Information adéquate

1) Pour l'application du paragraphe *a* de l'article 4.1 du règlement, l'information sur les accords relatifs à l'utilisation des courtages doit indiquer si le conseiller en valeurs a conclu de tels accords et si ces derniers concernent des biens et services fournis directement ou par un tiers. L'information sur les types de biens et services fournis par les courtiers en valeurs et les tiers nommés doit comporter une description adéquate des biens et services obtenus (par exemple, des logiciels de négociation algorithmique, des rapports de recherche ou des conseils concernant des opérations).

2) Pour l'application du paragraphe *b* de l'article 4.1 du règlement, les courtages payés par le conseiller en valeurs pendant la période visée doivent être indiqués pour chaque catégorie de titres, comme les titres de participation ou les options. Il faut indiquer le montant globalement pour tous les comptes ou portefeuilles et séparément pour chaque compte ou portefeuille géré par le conseiller en valeurs pour le client auquel l'information est fournie.

3) En vertu du paragraphe *c* de l'article 4.1 du règlement, il faut indiquer, au total et par compte ou portefeuille, le pourcentage des courtages facturés pour les opérations qui tombent dans certaines catégories. Cette information est conçue pour donner aux clients des indications claires sur l'utilisation des courtages dépensés en leur nom et favoriser la transparence des pratiques des courtiers en valeurs en matière d'exécution et de répartition. Les catégories sont les suivantes :

a) les opérations consistant uniquement en l'exécution d'ordres, ce qui, pour l'application du règlement, désigne la saisie, le traitement et la facilitation des ordres par un courtier, et s'entend aussi bien des opérations réalisées au moyen d'un « accès direct au marché » que des opérations auxquelles le courtier participe plus activement par exemple, en fournissant des capitaux ou en prenant diverses mesures pour l'exécution des ordres;

b) les opérations dans lesquelles l'exécution d'ordres est groupée avec d'autres services exclusifs par le courtier, comme les conseils quant à la stratégie de négociation, la recherche ou l'accès aux membres de la direction des émetteurs;

c) les opérations dans lesquelles une partie des courtages est réservée au paiement de tiers pour la fourniture de biens et services comme de la recherche indépendante ou des logiciels d'analyse, catégorie qui doit être divisée à son tour en trois sous-catégories : la fraction payée pour la recherche effectuée par les tiers, la fraction payée pour les autres services fournis par les tiers et la fraction retenue par le courtier.

4) Pour l'application du paragraphe *d* de l'article 4.1 du règlement, le courtage pondéré moyen par unité de titre est le total des courtages divisé par le nombre total d'unités de titre visées par les opérations ayant donné lieu au paiement des courtages. Il faut effectuer le calcul séparément pour chaque pourcentage et chaque fraction indiqués en vertu des sous-paragraphes *i* à *iii* du paragraphe c de l'article 4.1 du règlement.

5) Pour que l'information fournie initialement en vertu de l'article 4.1 du règlement soit considérée comme adéquate, le conseiller en valeurs doit fournir à ses clients l'information périodique la plus récente qu'il a fournie à ses clients existants. L'information fournie initialement ne doit pas contenir l'information particulière à chaque client qui est prévue au paragraphes *b* à *d* de l'article 4.1 du règlement, mais indiquer le total des courtages.

6) En vertu du paragraphe 2 de l'article 4.1 du règlement, le conseiller en valeurs doit consigner certains renseignements sur les biens et services reçus qui ont été payés au moyen des courtages et les fournir à ses clients qui en font la demande. Pour s'acquitter de cette obligation, il doit le faire de façon à pouvoir répondre aisément aux demandes de

renseignements concernant une période donnée. Il doit conserver ces renseignements pendant au moins cinq ans.

7) Le conseiller en valeurs doit fournir toute information supplémentaire qu'il juge utile pour ses clients.

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

NOTICE OF DRAFT REGULATION 23-102 RESPECTING USE OF CLIENT BROKERAGE COMMISSIONS AS PAYMENT FOR ORDER EXECUTION SERVICES OR RESEARCH ("SOFT DOLLAR" ARRANGEMENTS)

I. INTRODUCTION

We, the Canadian Securities Administrators (CSA), are publishing for comment draft Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research ("Soft Dollar" Arrangements) (Draft Regulation) and Policy Statement to Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research (Draft Policy Statement). The comment period will end 90 days from the date of publication.

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

II. BACKGROUND

The Current Regime

The current provisions describing the goods and services that may be acquired by advisers from or through dealers with brokerage commissions are Ontario Securities Commission (OSC) Policy 1.9 *Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services other than Order Execution Services – ("Soft Dollar" Deals)* and the Autorité des marchés financiers (Authority) Policy Statement Q-20[1], of the same name (Existing Provisions). The Existing Provisions, which are virtually identical, specify that the only services acquired by managers that may be paid for with client brokerage commissions are "investment decision-making services" and "order execution services", provided that these services benefit the manager's beneficiaries, and not the manager. The Existing Provisions specify that these services may be provided directly by dealers or by third parties.

Concept Paper 23-402 Best Execution and Soft Dollar Arrangements

On February 4, 2005, staff of the Alberta Securities Commission, Authority, British Columbia Securities Commission, Manitoba Securities Commission and OSC published Concept Paper 23-402 *Best execution and soft dollar arrangements* (Concept Paper). The purpose of the Concept Paper was to set out a number of issues related to best execution and soft dollar arrangements for discussion and to obtain feedback. "Soft dollars" refers to the use by advisers of commission dollars to pay for trading-related goods or services, including incidental advice, research and analytical tools, in addition to paying for trade execution. In the Concept Paper, we specified that "soft dollar arrangements" includes both bundled services provided to advisers by dealers and allocations by advisers of part of the commissions paid to dealers to third parties.

An important concern relating to soft dollar arrangements noted in the Concept Paper was that they create potential conflicts of interest. This concern arises because of the incentives that such arrangements may create for advisers to place their interests ahead of their clients, including the incentive to direct trades to dealers for goods and services that benefit the advisers, and not their clients. The Concept Paper also noted that these potential conflicts of interest may obscure the advisers' best execution obligations, as dealers may be selected for the soft dollar arrangements rather than for the quality of trade execution.

Other issues with these arrangements were also noted, for example: an adviser could potentially reduce costs in a poorly performing portfolio by allocating low commission trades to the portfolio but still use research and execution services paid for by other portfolios; where a mark-up is applied, it is difficult to assess whether a client has received

---

[1] Authority Policy Statement Q-20 gained the force of a regulation in June 2003 through Section 100 of *An Act to amend the Securities Act* (S.Q. 2001, chapter 38).

best execution; and it is difficult to measure whether best execution is obtained because the commissions that are at the base of the arrangements sometimes include services from dealers that are bundled, and sometimes are for order execution only.

Twenty-eight comment letters were received. These comments were summarized and published on December 16, 2005, in CSA Notice 23-303 *Update concerning Concept Paper 23-402 Best execution and soft dollar arrangements*.

While three respondents thought that soft dollar arrangements were not consistent with best execution, the majority believed they should be permitted. Some indicated that the benefits to such arrangements include the fact that they allow independent research providers to compete with full-service brokerage firms and ensure the availability of what some commenters viewed as more impartial research. Others noted that soft dollar arrangements allow smaller advisory firms to have access to a broader range of research services, and thus better compete with larger advisory firms. Some respondents echoed the concerns that conflicts of interest may arise for advisers that manage multiple client accounts or funds, as they may use one client's or fund's brokerage commissions to pay for services that benefit other clients or funds.

The overall response was that, while we should continue to permit client brokerage commissions to be used as payment for trading-related goods and services in addition to order execution, the Existing Provisions were too broad and subject to too much interpretation. Respondents noted that there should be more clarity and guidance regarding the types of goods and services that might be allowed under soft dollar arrangements. Almost all respondents agreed that additional disclosure was needed to increase accountability and transparency.

International Developments

Other jurisdictions have also focused on the issue of client commission arrangements in the past few years. In the United States, Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act) provides a safe harbor that protects money managers from liability for a breach of fiduciary duty solely on the basis that they paid more than the lowest commission rate in order to receive brokerage and research services provided by a dealer. In order to be eligible for the safe harbor, money managers must determine in good faith that the amount of the commissions was reasonable in relation to the value of the brokerage and research services received, and the goods or services obtained must meet the broad statutory definitions of brokerage and research services provided under Section 28(e)(3). In October 2005, the Securities and Exchange Commission (SEC) published for comment an interpretive release (2005 Proposing Release)[2] to provide additional guidance. In the 2005 Proposing Release, the SEC narrowed its interpretation of the definitions for brokerage and research services, but did not address disclosure requirements regarding client brokerage commission arrangements. The SEC indicated in the 2005 Proposing Release that it would be providing additional guidance on disclosure requirements at some point in the foreseeable future. On July 18, 2006, the SEC published the final interpretive release[3] (2006 Release) that provides guidance on money managers' use of client commissions to pay for brokerage and research services.

In the United Kingdom, the Financial Services Authority (FSA) adopted final rules on July 22, 2005, in conjunction with issuing policy statement PS 05/9.[4] The FSA final rules describe "execution" and "research" products and services eligible for payment via client brokerage commissions, and specify a number of "non-permitted" services that must be acquired using the investment managers' own funds. The policy statement acknowledges that some products and services may be permitted or non-permitted, depending on how they are used by the investment manager. The FSA final rules also establish certain high-level

---

2 Exchange Act Release No. 34-52635 (October 19, 2005).

3 Exchange Act Release No. 34-54165 (July 18, 2006). In this release, the SEC is also soliciting further comment on client commission arrangements under section 28(e) of the Exchange Act.

4 U.K. Financial Services Authority, Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules (July 2005) (FSA Final Rules). Note that these rules apply only to equity trades and not to fixed income trades.

disclosure requirements, and state that the FSA will have regard to the extent to which investment managers adopt disclosure standards developed by industry (such as the standards set out by the Investment Management Association (IMA)).

Both the SEC's and FSA's initiatives were discussed in the Concept Paper. In the comments received, the majority of respondents encouraged us to consider the approaches taken in the U.S. and the U.K., and to continue to monitor developments in these jurisdictions. We have taken into account the SEC and FSA approaches in developing this proposal and believe that this proposal is largely consistent with these approaches.

III. SUBSTANCE AND PURPOSE OF THE DRAFT REGULATION AND DRAFT POLICY STATEMENT

Purpose of the Draft Regulation and Draft Policy Statement

There are fundamental existing obligations for a registered dealer or an adviser to act fairly, honestly, and in good faith with their clients. In addition, securities legislation in some jurisdictions requires managers of mutual funds to also exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances.

The Draft Regulation provides a specific framework for the use of client brokerage commissions by advisers. It clarifies the broad characteristics of the goods and services that may be acquired with these commissions and also prescribes the advisers' disclosure obligations when using brokerage commissions as payment for these goods and services.

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

Discussion of the Draft Regulation and Draft Policy Statement

In this Notice, discussion of the Draft Regulation and Draft Policy Statement is divided into the following topics: application of the Draft Regulation; the framework for client brokerage commission practices; the definitions of order execution services and research; and the disclosure of client brokerage commission practices.

Application of the Draft Regulation

Section 2.1 of the Draft Regulation limits the application of the Draft Regulation to transactions where brokerage commissions have been charged by a dealer. The reference to "brokerage commissions" includes any commission or similar transaction-based fee. This would therefore also include transactions where the commissions are technically zero, but where a fee can be separately broken out.

We have taken the view that the Draft Regulation can be applied to transactions in all securities, so long as brokerage commissions are charged. We note that the SEC has taken a slightly narrower view in its 2006 Release[5] by indicating that the safe harbor provided under Section 28(e) applies to client commissions on agency transactions and fees on certain riskless principal transactions, and not to fixed-income trades that are not executed on an agency basis, principal trades (except for certain riskless principal trades), or other instruments traded net with no explicit commissions. The FSA, however, has taken an even narrower view. In its Final Rules, it has restricted the application of the rules to shares and certain related instruments (such as options and warrants). It has stated that its Final Rules do not apply to fixed-income investments, but noted that if the same conflicts of interest were found to be inherent in the fixed-income market, the FSA would revisit its position.[6] We specifically request comment on whether the Draft Regulation should be restricted to

---

[5] In footnote 27 of the 2006 Release.

[6] The FSA's basis for limiting the Final Rules to shares and related investments was discussed in Consultation Paper 05/5 - *Bundled brokerage and soft commission arrangements: proposed rules.*

transactions where there is an independent pricing mechanism, for example, for transactions in exchange-traded securities.

We have also provided clarification in section 2.1 of the Draft Policy Statement that the adviser requirements in the Draft Regulation apply equally to registered advisers and registered dealers that perform advisory functions but are exempt from registration as advisers.

Question 1:

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

The Framework for Client Brokerage Commission Practices

The Draft Regulation establishes the general parameters for: (1) advisers that enter into any arrangements to use brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for order execution services or research; and (2) registered dealers that receive commissions as payment for order execution services or research provided to the advisers.

a) Advisers

Section 3.1 of the Draft Regulation indicates that advisers may not enter into any arrangements to use brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for goods and services other than order execution services or research. It also reinforces the overriding requirement that advisers must act in the best interests of their clients by ensuring that: the order execution services or research paid for with client commissions benefit the clients; the research received adds value to investment or trading decisions; and the brokerage commissions paid are reasonable in relation to the value of goods and services received. Section 4.1(1) of the Draft Policy Statement clarifies that the arrangements that advisers may enter regarding the use of client commissions may be formal or informal, and that informal arrangements would include those relating to the receipt of such goods and services from a dealer offering proprietary, bundled services.

Section 4.1(2) of the Draft Policy Statement also clarifies that in order to ensure that the order execution services or research paid for with brokerage commissions benefit the client(s), the adviser should have adequate policies and procedures in place to ensure that a reasonable and fair allocation of the goods and services received is made to its client(s). This is necessary so that there is a connection between the client(s) whose brokerage commissions were used as payment for goods and services and the benefits received.

Question 2:

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

b) Registered Dealers

While advisers have the responsibility to act in the best interests of their clients, registered dealers must also ensure that commissions received from advisers on brokerage transactions are only used as payment for goods and services that meet the definition of order execution services or research. A registered dealer's obligations are set out in section 3.2 of the Draft Regulation.

Subsection 4.2 of the Draft Policy Statement also indicates that the Draft Regulation does not restrict a registered dealer from forwarding to a third party, on the instructions of an adviser, any portion of the commissions it has charged on brokerage transactions to pay for

order execution services or research provided to the adviser by that third party. We believe such practices should be permitted in order to provide flexibility and promote the use of independent research. Additionally, we agree with commenters to the Concept Paper that there should be no difference in eligibility of these services based on who provided them.[7]

Definitions of order execution services and research

The Draft Regulation sets out the definitions of order execution services and research. The definitions include a description of the general characteristics of goods and services that qualify as order execution services or research.

The Draft Policy Statement provides further explanation of the definitions and provides guidance on the types of goods and services that may be paid for with brokerage commissions. A broad range of goods and services may be considered, regardless of form. The Draft Policy Statement reinforces that an adviser's responsibilities include determining whether a good or service, or a portion thereof, may be paid for with brokerage commissions, and to ensure both that the good or service meets the definition of order execution services or research and that it benefits the client(s).

a) Order execution services

Part 1 of the Draft Regulation defines order execution services to include order execution, as well as goods and services that are directly related to order execution. Subsection 3.2(1) of the Draft Policy Statement clarifies that, for the purposes of the Regulation, the term "order execution", as opposed to "order execution services", means the entry, handling or facilitation of an order by a dealer, but not other tools that are provided to aid in the execution of trades.

Section 3.2 of the Draft Policy Statement clarifies that goods and services that are directly related to order execution are those that are essential to the arranging and conclusion of the securities transactions that generated the commissions. The Draft Policy Statement includes a temporal limitation, similar to those adopted by the SEC and FSA, to help describe the goods and services received by an adviser that are integral to the execution process. As a result, such goods and services provided between the point at which an adviser makes an investment or trading decision and the point at which the resulting securities transaction is concluded would generally be considered order execution services. The conclusion of the resulting transaction would occur at the point that settlement is completed. Therefore, order execution services could include custody, clearing and settlement services.

Subsection 3.2(3) of the Draft Policy Statement provides examples of goods and services that are generally considered to be order execution services including trading advice, algorithmic trading software, and raw market data to the extent it assists in the execution of orders.

We note that there has been some debate in other jurisdictions regarding whether order management systems (OMSs) should be considered order execution services (OMSs may assist with functions such as order entry and routing, messaging, execution tracking, order inquiry, recordkeeping and supervision). In the 2006 Release, the SEC stated that certain functionality provided through OMS may be eligible brokerage or research. The FSA's position is that these systems may be paid for with client brokerage commissions to the extent they are used for purposes that are directly related to order execution, and that provide benefit to the clients. Given the many different uses of OMSs, we are specifically requesting comment on this issue.

We also noted that the FSA has taken the position that post-trade analytics would not be considered to be order execution services as they are not sufficiently related to the execution

[7] We noted that the FSA, in its Final Rules, did not place any restrictions on whether the goods and services for which commissions were used as payment are provided by the registered dealer or by a third party. Similarly, in its 2006 Release, the SEC also permits client commissions to be used as payment for goods and services provided by a third-party.

of orders on a client's behalf, and they do not fall within similar temporal limitations. In its 2006 Release, the SEC stated that, to the extent that pre-trade and post-trade analytics are used in the investment decision-making process, they may be obtained with client commissions, and therefore would be treated as mixed-use products. Similarly, we propose to exclude post-trade analytics from goods and services that may be considered order execution services; however, post-trade analytics could be considered to be research to the extent they meet the definition of research, as discussed below.

Question 3:

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

Question 4:

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

b) Research

The Draft Regulation defines research as advice, analyses or reports and indicates the general subject matter that these goods and services should contain. In Part 3 of the Draft Regulation, there are also requirements relating to the adviser's responsibility to ensure the research adds value to investment or trading decisions. Section 3.3 of the Draft Policy Statement provides further clarification.

We propose that, in order to add value to an investment or trading decision, research should include original thought and the expression of reasoning or knowledge. For this reason, information or conclusions that are commonly known or self-evident, that are simply a restatement or repackaging of previously stated information or conclusions, or information and data that have not been analyzed and manipulated in arriving at meaningful conclusions do not contain original thought, and may not reflect the expression of reasoning or knowledge. These would therefore not be considered research that may be paid for with client brokerage commissions. These views are consistent with those expressed by the SEC and FSA in their 2006 Release and Final Rules, respectively.[8] It is our view that to be permitted research, it would also have to be provided before an adviser makes an investment or trading decision, in order to link the research to order execution.

Subsection 3.3(2) of the Draft Policy Statement includes examples of the goods and services that we would generally consider to be research for the purposes of the Draft Regulation. One of these items is market data, if it has been analyzed or manipulated to arrive at meaningful conclusions. Therefore, raw market data would not be considered to be research (although it may, in appropriate circumstances, be considered to be order execution services) as it has not been analyzed or manipulated and would therefore not contain original thought or the expression of reasoning or knowledge.

We note that the FSA, in its Final Rules, took the position that raw market data that has not been analyzed or manipulated cannot be considered research (the FSA's position that raw market data may be considered for inclusion in order execution services is consistent with our position). The SEC, however, took the view in the 2006 Release that all market data (including raw market data) such as stock quotes, last sale prices and trading volumes, contains aggregations of information on a current basis related to the subject matter

[8] The definition of research in the Draft Regulation is similar to the definition in the SEC safe harbor (the FSA interprets research in a similar manner, in its Final Rules, provided it is directly relevant and used to assist in the management of investments on behalf of customers). The guidance provided in the Draft Policy Statement takes into consideration the interpretations and guidance provided by both the SEC in their 2005 Proposing Release, confirmed in the 2006 Release, and by and the FSA in its Final Rules. Differences in the interpretation of the types of goods and services that may be considered to be research are highlighted in this section.

identified in Section 28(e), and therefore contains sufficient substantive content to be considered research.

Another item we believe should be considered to be research under the Draft Regulation is post-trade analytics from prior transactions in securities, if such analytics help inform subsequent investment or trading decisions. Our view is consistent with the FSA and SEC positions that post-trade analytics may, in some circumstances, be classified as research.

Another issue raised by the SEC in their 2005 Proposing Release related to proxy-voting services. Specifically, the SEC asked whether proxy-voting services are being paid for with client commissions. It had previously found that client commissions were being misused as payment for *electronic* proxy-voting services, as advisers had purchased software to administer the proxy-voting function with these commissions.[9] The responses to the 2005 Proposing Release showed that U.S. market participants, while acknowledging that the proxy-voting agent function is an administrative function that must be paid by them with their own funds, considered a portion of the proxy-voting services as a research function[10], eligible to be paid for with client commission. In its 2006 Release, the SEC clarified that proxy-voting services would be eligible to be paid for with client commission to the extent that they are used to make investment decisions. We seek comment regarding the use of client brokerage commissions to pay for proxy-voting services below.

Question 5:

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

Question 6:

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

Question 7:

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

c) Mixed-use goods and services

Section 3.4 of the Draft Policy Statement provides guidance regarding mixed-use items, which are goods and services that contain some elements that may meet the definitions of order execution services or research, and other elements that either do not meet the definitions or that would not meet the requirements of Part 3 of the Regulation (such as the previously-mentioned OMSs, post-trade analytics, and proxy-voting services). Specifically, it indicates that, where goods and services paid for with brokerage commissions have a mixed use, the adviser should make a reasonable allocation of the amounts paid according to their use, and should keep adequate books and records concerning these allocations. This would help to ensure that the brokerage commissions paid by clients are not used to pay for the components of such items that did not directly benefit them. Furthermore, the portion of a good or service that does not benefit clients should be paid for with the adviser's own funds. This approach is consistent with the SEC's views regarding mixed-use items. We note that the FSA did not specifically address the permissibility of mixed-use goods and services in its Final Rules, but it appears that the FSA's Final Rules do not restrict the use of brokerage commissions to pay for mixed-use goods and services.

---

[9] Based on data from the *Inspection Report on the Soft Dollar Practices, of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds*, prepared by the SEC's Office of Compliance, Inspections and Examinations, dated September 22, 1998.

[10] See 2006 Release at page 37.

Question 8:

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

d) Non-permitted goods and services

Section 3.5 of the Draft Policy Statement provides examples of goods and services that, due to their characteristics and the lack of a clear connection to specific securities transactions, are not considered order execution services or research for the purposes of the Draft Regulation. These are goods and services that are primarily related to the operation of an adviser's business.

Included as non-permitted items are seminars, as well as mass-marketed or publicly-available information or publications. Similar to the position reflected in the FSA's Final Rules, we indicate in the Draft Policy Statement that these items are not sufficiently linked to an adviser's investment or trading decisions, or the execution of orders, to be permissible. In the 2006 Release, however, SEC staff indicated that seminars, if they contain the expression of reasoning or knowledge and relate to the subject matter of Section 28(e), could be permitted as research. With respect to mass-marketed and or publicly available information or publications, SEC staff clarified that certain financial newsletters and trade journals intended to serve the interests of a narrow audience could be research if they relate to the subject matter of Section 28(e), however, they stated that mass-marketed publications will not be eligible to be paid for with client commissions.

Question 9:

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

e) General Considerations

The Draft Policy Statement provides examples of some of the most commonly encountered goods and services that, in our view, may be considered order execution services or research and those that are non-permitted. However, the examples given are not exhaustive. In the responses received to the Concept Paper, we were provided with other examples of goods that should not be permitted.

Question 10:

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

<u>Disclosure of Client Brokerage Commission Practices</u>

Part 4 of the Draft Regulation sets out the initial and periodic disclosure to be made to clients by advisers that enter into arrangements where brokerage commissions, or any portion thereof, are used as payment for goods and services other than order execution.

The Draft Regulation requires the disclosure to be provided to each of its clients on an initial basis, and at least annually. Section 5.1 of the Draft Policy Statement clarifies that the initial disclosure should be made before an adviser starts conducting business with its clients, and that periodic disclosure should be made at least on an annual basis. Section 5.3 of the Draft Policy Statement also clarifies that the form of disclosure may be determined by the adviser based on the needs of its clients, but that the disclosure should be provided in

conjunction with other initial and periodic disclosure relating to the management and performance of the account, portfolio, etc. Some examples are provided.

Question 11:

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

Section 4.1 of the Draft Regulation also requires the adviser to make adequate disclosure of the following: the arrangements entered into relating to the use of brokerage commissions as payment for order execution services or research, the names of the dealers and third parties that provided these goods and services, and the general types of these goods and services provided by each of the dealers and third parties (for example, algorithmic trading software, research reports, trading advice, etc.).

In addition, certain disclosures should be made relating to the amounts of commissions paid by the adviser during the period reported upon. In subsections 4.1(b) through (d) of the Draft Regulation, advisers are required to disclose to each client the total brokerage commissions, broken down by security class (for example, equity, options, etc.), that were paid by advisers on behalf of each client and on behalf of all clients, for comparison purposes. Advisers are also required to separate the trades as follows: trades where clients receive only order execution from dealers and no other services; trades where they receive bundled services; and trades where part of the commission paid is directed to third parties. The latter category is further sub-divided into third-party research, other third-party services, and the dealers' portion. The advisers must make reasonable estimates, for each client and for all clients in aggregate, of the brokerage commissions for each one of these categories of trades as a percentage of the total brokerage commissions paid and disclose these percentages to their clients. In addition, advisers are also required to estimate and disclose the weighted average brokerage commission per unit of security corresponding to the commissions underlying each of those percentages. Additional guidance is provided in the Draft Policy Statement regarding the different categories of order execution identified in the disclosure and the method that should be used for calculating the weighted average.

We are of the view that disclosure of these amounts, percentages and weighted averages would increase transparency regarding the brokerage commissions paid on the clients' behalf by helping them to better assess the uses of brokerage commissions by the advisers. This should also lead to greater accountability on the part of the adviser relating to the use of these commissions. Since one of the main reasons given in support of soft dollar arrangements is that such arrangements facilitate independent research, we are also of the view that the separate disclosure of the amount of commissions forwarded by dealers to third parties for research would be useful information.

To further increase the level of transparency and accountability, in subsection 4.1(2) of the Draft Regulation, the adviser is required to maintain certain additional details regarding each specific good and service received for which payment was made with brokerage commissions, and to make the details available upon request to its clients. We also believe the adviser should maintain these details relating to activity over the most recent five years.

We are considering whether there should be additional disclosure requirements for trades done on a "net" basis, where the transaction fee paid to the dealer is embedded in the price of the securities (for example, for trades done on a principal basis). We acknowledge the complexities involved in calculating the costs associated with a trade executed on a net basis, as well as the fact that advisers may take different approaches in estimating these costs. We note that in the U.K., the IMA's disclosure requirements in this regard are limited to the disclosure of the percentage of trades executed without explicit commissions, and no further allocation of the implicit costs is made. We are requesting comment on the appropriate disclosure requirements for trades executed on a net basis.

Question 12:

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

Question 13:

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

Question 14:

What difficulties, if any, would an adviser face in making the disclosure under Part 4 of the Draft Regulation?

Question 15:

Should there be specific disclosure for trades done on a "net" basis? If so, should the disclosure be limited to the percentage of total trading conducted on this basis (similar to the IMA's approach)? Alternatively, should the transaction fees embedded in the price be allocated to the disclosure categories set out in sub-section 4.1(c) of the Draft Regulation, to the extent they can be reasonably estimated?

IV. NO TRANSITION PERIOD

We are not proposing that there be a transition period in light of the fact that the Existing Provisions are in place, and that the Draft Regulation and Draft Policy Statement provide additional guidance. Additionally, there will be a period of time between the adoption of any final instrument and its effective date, during which time advisers may make any needed modifications to policies, practices and arrangements, with the most significant modifications likely relating to the increased disclosure requirements.

V. SPECIFIC REQUESTS FOR COMMENTS

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

Question 1:

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

Question 2:

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

Question 3:

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

Question 4:

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

Question 5:

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

Question 6:

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

Question 7:

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

Question 8:

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

Question 9:

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

Question 10:

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

Question 11:

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

Question 12:

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

Question 13:

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

Question 14:

What difficulties, if any, would an adviser face in making the disclosure under Part 4 of the Draft Regulation?

Question 15:

Should there be specific disclosure for trades done on a "net" basis? If so, should the disclosure be limited to the percentage of total trading conducted on this basis (similar to the IMA's approach)? Alternatively, should the transaction fees embedded in the price be allocated to the disclosure categories set out in sub-section 4.1(c) of the Draft Regulation, to the extent they can be reasonably estimated?

VI. AUTHORITY FOR THE DRAFT REGULATION

In those jurisdictions in which the Draft Regulation is to be adopted as a rule or regulation, the securities legislation in each of those jurisdictions provides the securities regulatory authority with rule-making or regulation-making authority in respect of the subject matter of the Draft Regulation.

VII. RELATED INSTRUMENTS

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

VIII. ALTERNATIVES CONSIDERED AND ANTICIPATED COSTS AND BENEFITS

The alternatives considered, and the anticipated costs and benefits of implementing the Draft Regulation, are discussed in the cost-benefit analysis entitled *Cost-Benefit Analysis: Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services and Research*. The cost-benefit analysis has been published together with this Notice and is included as Appendix "A".

IX. UNPUBLISHED MATERIALS

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

X. COMMENTS AND QUESTIONS

Interested parties are invited to make written submissions with respect to the Draft Regulation, Draft Policy Statement, and the specific questions set out in this notice. Please submit your comments in writing before October 19, 2006.

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

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

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

Submissions should also be addressed to the Autorité des marchés financiers (Québec) as follows:

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Telephone: 514-940-2199 ext. 2511
Fax: 514-864-6381
e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Questions may be referred to:

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0558 x4358

Cindy Petlock
Ontario Securities Commission
(416) 593-2351

Susan Greenglass
Ontario Securities Commission
(416) 593-8140

Ruxandra Smith
Ontario Securities Commission
(416) 593-2317

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6764

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

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
(204) 945-0605

July 21, 2006

Appendix A
Draft Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research
Cost-Benefit Analysis

Introduction

The Ontario Securities Commission (OSC) is committed to delivering cost-effective regulation. One of the principles identified in the *Securities Act* is that "[b]usiness and regulatory costs and other restrictions on the business and investment activities of market participants should be proportionate to the significance of the regulatory objectives sought to be realized"[1].

We perform a cost-benefit analysis when we are considering significant policy initiatives. This identifies the intended and unintended economic effects of a regulatory proposal, and ensures that we take them into account when proposing new regulations.

This cost-benefit analysis discusses the regulatory issues relating to the use of client brokerage commissions as payment for execution services or research, and the benefits and costs of various options for addressing these issues.

Soft dollar arrangements

In the course of managing their clients' money, advisers and portfolio managers (referred to here as advisers) often use a portion of the brokerage commissions to buy investment management-related goods and services. These purchases can take two forms: where the dealer combines other products, such as in-house research, with trade execution; and where the adviser directs a portion of the commission amount to a third party. In this analysis, "soft dollars" refers to both the bundling of dealer goods and services with trade execution and to payments to third-parties.

If trading commissions are used to pay for goods and services, other than trade execution, the investor does not have complete information about the decisions made by the adviser. The investor's inability to effectively monitor how the adviser spends their money results in a principal-agent problem. The inherent conflicts of interest can create incentives for advisers to make decisions that may not be in the best interest of their clients. More specifically:

- Advisers may over-consume goods and services acquired with commission payments. These items may be acquired for an excessive price and/or in excessive quantities and may not benefit the client.
- Advisers may place trades or make investment decisions so as to maintain soft dollar relationships at the expense of their best execution obligations.
- Advisers with multiple clients may use commissions generated by one client to pay for services that benefit another.

From a theoretical perspective, bundling goods or services can generate economic benefits.[2] For example, combining goods or services can allow for economies of scope in their production, resulting in the combined price being lower that the price of each individual product. From the purchaser's perspective it can be cheaper to buy a combined product as opposed to separately finding each individual part. Also, bundled products can result in more efficiently set prices that reflect the value different purchasers are willing to pay. However, there is no information available about what the prices for investment management related goods and services would be in an un-bundled environment. Without that comparison it is difficult to assess if these theoretical benefits do occur.

The most frequently mentioned benefit of third-party payments is that they support independent research providers. It is argued that soft-dollar arrangements make it easier for research providers to gain access to advisers and so result in lower barriers to entry than

---

1 *Securities Act*, RSO 1990, c. S. 5, 2.1(6)
2 Financial Services Authority, CP176: Bundled brokerage and Soft Commission Arrangements, April 2003, pg 19-19

would otherwise exist. This results in more research providers and greater competition amongst them. Increased choice and better quality research enables advisers to make better investment decisions. Those better decisions and the associated increased investment return will ultimately benefit investors.

The use of trading commissions to purchase goods and services other than trade execution effectively lowers the cost of market entry for advisers. This should encourage market entrants and increase competition between advisors. However, the demand for items such as market data and research reports is far more predictable than the demand for trade execution. The economic justification for using trading commissions to pay for such items is therefore questionable. Making that link may encourage advisers to trade excessively in order to receive the bundled or third-party goods and services.

The scope of the issue

Based on research by Greenwich Associates and IDA data, the value of Canadian soft dollar commissions in 2004 is estimated to have been approximately $300 million, with $61 million of that going to third parties[3].

The Greenwich research also shows a slight downward trend in the use of commission payments for third-party goods and services. While some firms are ending the practice completely, such decisions have been limited to extremely large portfolio management firms that can develop in-house research capabilities.

The key stakeholders in soft dollar arrangements are:

- Advisory firms - across Canada there are approximately 805 firms registered to provide investment management services to investors[4]. Not all of these firms will have arrangements to direct commissions to third-parties but a much higher proportion would receive dealer bundled goods and services[5].

- Investment dealers - as of the third quarter of 2005 there were 201 investment dealers in Canada[6]. Dealers will offer their clients bundled proprietary goods and the option of directing commission payments to third-party providers.

- Investors who use an adviser to manage their portfolio.

- Vendors of research or other services who receive payment for their products through soft dollar arrangements with dealers.

Regulatory concerns

Ontario currently has a policy[7] and Quebec[8] a rule that provide guidelines regarding soft dollar arrangements and their disclosure. It is believed that the current situation does not provide adequate clarity to participants and is not sufficient to protect investors from the inherent conflicts of interest. The following are of particular regulatory concern:

---

3 Greenwich Associates 2005 survey found that about 54% of commissions went to bundling and 11% to soft dollars (Greenwich Associates, Canadian Equity Market Trends – Statistical Supplement, June 2005). According to IDA statistics, total equity trading commission for dealers in 2005 was $554 million (Investment Dealers Association of Canada, securities Industry Performance, Q4 2005).

4 This figure represents the number of firms in National Registration Database (NRD) that are registered in an adviser category. Not all of these firms will be portfolio managers; some will just be investment counsel. The NRD information was extracted in January 2006.

5 This is based upon anecdotal evidence and Greenwich's research that shows that bundled goods and services are far more prevalent (54% of commissions allocated for bundled services as opposed to 11% for third-party research).

6 Investment Dealers Association of Canada, Securities Industry Performance, Fourth Quarter 2005

7 OSC Policy 1.9 *Use by Dealers of Brokerage Commission as Payment of goods and Services other than Order Execution Services*.

8 Policy Statement Q-20 *Use by Dealers of Brokerage Commission as Payment of goods and Services other than Order Execution Services* (which became a rule in June 2003).

1. Regulators could be doing more to protect investors. Soft dollar arrangements can adversely affect investors, who may not even be aware of such practices. Current disclosure requirements do not allow investors to monitor the use of such arrangements and ensure they are getting fair value for their brokerage commissions.

2. Between 2003 and 2005, the OSC found deficiencies with 39% of the firms reviewed that used commissions to purchase third-party products.[9]

3. Requirements in Canada have not been updated as they have in the other capital markets Canada interacts with the most (i.e. the U.S.A. and United Kingdom).

4. The responses to Concept Paper 23-402 *Best execution and soft dollar arrangements* showed that existing requirements are not clear about what can and cannot be purchased with soft dollar commissions. OSC staff often receive inquiries from market participants about permitted goods and services.

5. Policies are not specifically enforceable like rules so there is no guarantee that advisers are following the guidelines and providing proper disclosure to their clients.

6. Within Canada there are no harmonized rules for using soft dollars or disclosing those arrangements.

7. There are inconsistencies between the disclosure of brokerage commission practices for mutual funds and other managed investments.

Goals of this policy initiative

The policy initiative on client brokerage commissions has four goals:

1. To provide investors with more information about their adviser's use of soft dollar commissions.

2. To harmonize the rules for goods and services that can be purchased with client commission across the CSA and take into account international developments.

3. To clarify which goods and services can be acquired by advisers with client commissions and to assess their true management expense.

4. To increase confidence that commissions are ultimately benefiting those that pay them.

This should result in fewer soft dollar issues identified in compliance reviews, fewer inquiries from market participants about permitted goods and services, and better disclosure for investors.

Four options

There are four options for addressing soft dollars:

1. Maintain the status quo

2. Update the current requirements

3. Ban the practice

4. Reformulate the current requirements into a Regulation

---

[9] From April 2003 until March 2005, the OSC performed compliance reviews of 47 firms registered as investment counsel/portfolio managers (ICPM). 18 of those firms had soft dollar arrangements to purchase third-party goods and services. Of those, deficiencies were found at seven firms.

1. **Maintain the status quo**

   Ontario could continue to maintain its policy, and Quebec its regulation, on soft dollars. Other jurisdictions would continue to look to these requirements for guidance.

   Costs

   - Does not address the potential for conflicts of interest. A continuing lack of meaningful transparency means investors are unable to effectively monitor their adviser's use of brokerage commissions to pay for investment management goods and services.
   - Perpetuates uncertainty about the appropriate uses of soft dollars.
   - Canada would fall further out of step with the international markets it most often interacts with, namely the U.S.A. and the United Kingdom. This could become a competitive disadvantage for Canada's capital markets if other jurisdictions are seen to have tighter controls on the use of brokerage commissions. Canadian investment managers may be less able to attract international investors.

   Benefits

   - No additional costs for dealers and advisers.

2. **Update current requirements**

   This involves updating and clarifying the list of permitted goods and services under the current Ontario policy and Quebec rule. The revised requirements would also include guidelines for disclosure that should be provided to clients about how their brokerage commissions are spent. There are no guarantees that other jurisdictions will adopt the revised requirements and so there may not be increased harmonisation across the CSA. In Ontario, there is little to guarantee compliance by all advisers and dealers as the revised policy would remain a guideline and would not have the force of law.

   To ensure compliance with the new requirements, advisers and dealers would have to review existing soft dollar arrangements and ensure that any goods and services they buy or provide are permitted. Most advisers have a list of services that can be acquired through the use of soft dollar commissions. This list is usually maintained by the firm's compliance staff and/or management. Similarly, dealers have lists of approved services that can be offered as part of a soft dollar arrangement. They would also need to ensure they comply with the new disclosure requirements.

   Costs

   - Production and distribution of documentation for advisers to provide to their clients to comply with the enhanced disclosure requirements. The current Ontario and Quebec requirements state that, upon request, advisers should provide to clients the names of research providers from whom research was acquired with soft dollars in the last fiscal year and a summary of those goods and services. The draft Regulation requires some general annual disclosure (similar to that currently set out in OSC Policy 1.9 and AMF Policy Statement Q-20) in place, but adds the following components:
     - The total brokerage commissions paid during the period, for each class of security, and for each client's account or portfolio.
     - A reasonable estimate of the percentage of those commissions that represent order execution only, order execution bundled with proprietary services offered by the dealer, and order execution involving a portion of the commission payment being directed to a third-party.
     - For third party payments, a reasonable estimate of the proportion directed to research providers, directed to other third-party vendors, and retained by the dealer(s).
   - This increased disclosure standard will likely result in up-front costs as advisers alter their current practices and procedures to track the necessary level of detail on an ongoing basis. The required information should be available to the advisor and the necessary changes would be limited to how that information is stored and manipulated. The ongoing cost of producing, printing, and mailing the disclosure will be mitigated if changes are made initially to how the information is collected.

- Dealers and advisers would have to review their current use of soft dollar commissions against the draft Regulation and its policy statement. The FSA estimates that in the U.K., a review would require six days of a compliance officer's time and one day of a lawyer's time.[10] We expect that a review would take a similar amount of time for Canadian dealers and advisers, resulting in an estimated one-time cost of about $3 million. Table 1 below shows the breakdown of this cost.

Table 1	
Average number of days worked	252
Average salary of compliance officer	$77,000[11]
Estimated effort	6 days
Average salary of legal counsel	$124,000[12]
Estimated effort	1 day
Average senior management salary	$110,000
Estimated effort	1 day
Estimated number of affected firms (dealers and advisers)[13]	1,006
Estimated cost per firm	$2,800
Estimated industry cost ($3,000 * 1,006 firms)	$2.8 million

- In Ontario and Quebec, most dealers and advisers are already monitoring compliance with the existing requirements. Dealers and advisers in other jurisdictions are likely to be familiar with the current guidelines and have some policies and procedures in place. The additional ongoing cost of monitoring compliance against the updated requirements would likely be quite small.
- Some contracts between dealers and advisers may need to be renegotiated to ensure compliance with the new requirements.
- As with the current Ontario policy, the specific elements in the guidelines would not be enforceable and therefore little guarantee that all advisers would follow the guidelines or that investors would receive higher quality disclosure. As a result, regulators could continue to see many of the same issues currently found during compliance reviews.
- There would continue to be inconsistent standards across the CSA and between mutual funds and other managed investments.

Benefits

- More certainty for market participants regarding acceptable practices.
- If disclosure guidelines were adopted, investors would have more information about their adviser's use of brokerage commissions to pay for non-execution goods and services. With more information, investors will be better able monitor their adviser's behaviour and ensure conflicts of interest are kept in check.
- Increased consistency with applicable UK and US regulations will help protect the competitiveness of Canada's capital markets. However, there is no guarantee that the standards would be adopted by all industry participants.

3. Complete ban

A ban would prohibit dealers and advisers from using trading commissions to pay for anything other than trade execution. Goods and services currently paid for through soft dollar arrangements would have to be paid for directly from an adviser's management fee.

---

[10] OXERA, 2003, page 18. Although there are difference between the draft Regulation and the FSA's proposal we believe that this is a good estimate of the average effort required to review existing soft dollar arrangements.

[11] The estimates for compliance officer and management salaries are based upon discussions with human resources consultants familiar with the employment market for compliance officials.

[12] This is based upon estimates of salaries paid to experienced legal professionals in the regulatory community.

[13] We have assumed that all the 201 dealers and 805 adviser firms have soft dollar arrangements. We expect this to be a high-end estimate of industry costs as not all firm have soft dollar arrangements involving third-parties.

Costs

- One of the primary concerns about eliminating soft dollar commissions is the harm it may cause independent research providers. But how reliant are third-party research providers on soft dollars? The research by Greenwich Associates[14] found that over 60% of Canadian investment managers acquire third-party research via a soft dollar arrangement. As a comparison, only 27% use hard dollars to meet all or part of their independent research needs. Not only do a majority of advisers make such payments they are also of a potentially significant size. It is estimated that independent research represents 20% of all commission payments directed to third parties. As a result, prohibiting soft dollar arrangements could impact research providers. However, since no comparable jurisdiction has banned soft dollar commissions, it is difficult to assess the extent of that impact.
- Greenwich Associates also found that purchasing independent research with soft dollars is also more common for smaller investment managers[15] and so prohibiting such payments could have a larger impact on that group. Increasing costs for new advisers could create a barrier to entry and may ultimately decrease competition between advisers and reduce choice for investors.
- Soft dollar commission arrangements are permitted in other jurisdictions, most notably in the U.S. and U.K. Therefore prohibiting the practice in Canada could result in a competitive disadvantage for Canada's securities industry. The lack of harmonisation with those other jurisdictions would make it difficult for Canadian dealers to attract business from international investment managers. Also foreign investment managers may be less willing to conduct business in Canada. This could also decrease the amount of money invested in Canada and therefore the liquidity of Canada's capital markets.
- There is no definitive proof for or against the existence of economies of scope in bundling trade execution with other goods and services. However if they do exist, unbundling will result in increased costs for advisers. This could make it more expensive for new advisory firms to enter the market and would eventually reduce competition and choice for investors. The reduced competition could, over time, lead to advisers charging higher management fees.
- There is the risk that dealers will still offer services to attract adviser business but by different means. For example, it has been suggested that banning soft dollar arrangements may result in increased principal trading by dealers. If the trade is executed by the dealer on a principal basis, the cost of that trade is built into the price and is therefore less transparent. Purchases of goods and services other than trade execution could then become less transparent for investors and regulators.
- Reflecting research costs as a management expense may motivate advisers to under-consume research and make sub-optimal decisions for their clients. Advisers may be reluctant to reduce their margins by using management fees to purchase the research. They may also be reluctant to increase those fees to pay for research, as advisers compete based upon the price they charge for their services.
- Some proprietary services offered by dealer may be difficult and/or costly to un-bundle.

Benefits

- If there are no economies of scope in the provision of bundled investment management goods and services, unbundling could result in lower costs for advisers and for investors.
- Greenwich's research indicates that 71% of Canadian investment managers would decrease their use of sell-side research if forced to pay for it with hard dollars[16]. This would indicate that advisers are over consuming dealer generated research and so prohibiting soft dollar commission arrangements would benefit investors as they would only pay for trade execution and not other services that may not generate value.

---

[14] Greenwich Associates, Canadian Equities: Setting the Price for Sell Side Research, June 2005 pg 5.
[15] Greenwich 2005 Statistical Supplement, pg 12
[16] Ibid

- Similarly, the current environment may be distorting the market for independent research. Advisers may also be over consuming third-party research and therefore supporting research providers and products that do not generate value for clients.
- By requiring advisers to pay for non-execution goods and services from the management fee, advisors will have an incentive to ensure that all goods and services purchased are providing value. Of the investment managers Greenwich surveyed in 2005, over a quarter purchased independent research using hard dollars.[17] Clearly advisers see more value in independent research than in its sell-side equivalent. Prohibiting soft dollar commission arrangements may then lead advisers to substitute independent for sell-side research and as a result third party providers could see sales increase.
- Client brokerage commissions would only be used to pay for trade execution. This would likely eliminate the over-consumption of non-execution-related goods and services and would diminish incentives for advisers to make investment decisions that are not in their clients' best interest.
- Management fees would reflect the true cost of hiring an adviser's expertise and the full cost of their investment approach. Investors would find it easier to compare adviser services based upon price.

4. Reformulate requirements into a Regulation

The draft Regulation addresses soft dollar issues by applying a uniform standard to all participating provinces and territories.

Costs

- Review of current soft dollar arrangements. The costs would be the same as those identified for Option 2, Update policy.
- Production and distribution of documentation for advisers to provide to their clients. The cost would also be the same as that identified under Option 2, Update Policy.
- The draft Regulation prohibits some services that were not clearly excluded previously. If these services did not generated sufficient value, the advisers will likely discontinue use as opposed to paying for them out of management fees. According to the Greenwich Associates research, the decreased demand is not likely to threaten the viability of the vendor's business.[18] Excluding these services from soft dollar arrangements may also encourage their vendors to offer products that do generate value for advisers.
- The increased level of disclosure will provide investors with more information about how their trading commissions are used. However, they may not have sufficient knowledge to determine if the purchased goods and services generated value and improved investment returns.

Benefits

- Although the potential for conflicts of interest will still exist, the draft Regulation will decrease the opportunities for advisers to over-consume goods and services at the expense of their best execution obligations. The additional disclosure requirements will increase the adviser's accountability to their clients.
- Investors will be provided with sufficient information to be able to determine if the adviser is using brokerage commissions appropriately. The increased transparency will also allow investors to better compare advisers' services and so increase the competitive pressures on advisers.
- Since the Regulation will have the full force of law, the threat of regulatory sanction will increase the incentives for advisers to regulate their own behaviour.
- Provides improved clarity for dealers and advisers about the goods and services that can be acquired with brokerage commissions. The Greenwich Associates research shows that advisers do use brokerage commissions to purchase services explicitly

---

[17] Ibid, pg. 4

[18] As examples, about 27% of respondents use soft dollar credits to pay for news subscriptions and less than 10% use soft dollar credits to pay for transaction cost analysis (Greenwich Associates, Canadian Equities: Setting the Price for Sell-Side Research, June 2005, 4).

excluded in the draft Regulation.[19] Investors will benefit from a reduction in the consumption of goods and services that do not sufficiently benefit them.

- The Canadian capital market will maintain its competitive position relative to the U.S. and U.K.
- Soft dollar arrangements can still be used to acquire independent research, helping to ensure that its providers are able to compete with dealer produced research.
- Ensures that the same standards are applied to advisers across the country. This will reduce confusion and uncertainty for investors, advisers and dealers.
- Provides incentives for advisers to be more aware of their fiduciary obligations and to provide goods and services in a cost-effective manner, or be subject to sanctions.

Conclusion

Based on our analysis, it is clear that the status quo offers little in the way of benefits and does not sufficiently protect investors. At the other extreme, prohibiting soft dollar commissions could put Canada at a competitive disadvantage and threaten the viability of Canadian independent research.

Updating the current requirements generates benefits by decreasing uncertainty for dealers and advisers and improving the clients' ability to monitor the use of their brokerage commissions. We expect dealers and advisers to incur a one-time cost of approximately $3 million when reviewing their current soft dollar practices and arrangements. The additional costs of providing more detailed disclosure to clients are not expected to be onerous, given the information that will be disclosed should already be available to advisers. Given the dollar value of brokerage commissions used for non-execution goods and services, only a small reduction would be needed to offset the cost. However, this option would not ensure consistently improved disclosure, harmonization, or enforceability and so does not meet all of our regulatory goals.

The anticipated costs of implementing the draft Regulation are also about $3 million, but the benefits are expected to be substantial. Our analysis suggests that a Regulation that provides better guidance on the use of soft dollars and that mandates disclosure to investors is the best option. It will manage the inherent conflicts of interest without affecting the viability of independent research providers and provide stakeholders more certainty about the acceptable uses of soft dollar commissions. By introducing requirements for more meaningful, consistent and comparable disclosure, the draft Regulation will enable investors to make more informed decisions about advisers and to better monitor their use of soft dollar arrangements.

[19] *Ibid.*

REGULATION 23-102 RESPECTING USE OF CLIENT BROKERAGE COMMISSIONS AS PAYMENT FOR ORDER EXECUTION SERVICES OR RESEARCH ("SOFT DOLLAR" ARRANGEMENTS)

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (8), (16) and (34))

PART 1 DEFINITIONS

1.1 Definitions

In this Regulation

"order execution services" means:

(a) order execution; and

(b) other goods or services directly related to order execution.

"research" means:

(a) advice relating to the value of securities or the advisability of effecting transactions in securities; and

(b) analyses or reports concerning securities, portfolio strategy, issuers, industries, or economic or political factors and trends.

PART 2 APPLICATION

2.1 Application

This Regulation applies to advisers and registered dealers in circumstances where brokerage commissions are charged by a dealer in connection with the execution of a trade in securities.

PART 3 USE OF COMMISSIONS ON BROKERAGE TRANSACTIONS

3.1 Advisers

(1) An adviser may not enter into any arrangements to use brokerage commissions, or any portion thereof, as payment for goods and services other than order execution services or research.

(2) An adviser that uses brokerage commissions as payment for order execution services or research must ensure that:

(a) the order execution services or research benefit the adviser's client(s);

(b) the research received adds value to investment or trading decisions; and

(c) the amount of brokerage commissions paid by its client(s) for order execution services or research is reasonable in relation to the value of the order execution services or research received.

3.2 Registered Dealers

A registered dealer may not use or forward to a third party any portion of the commissions received from brokerage transactions, as payment for goods and services other than order execution services or research.

PART 4 DISCLOSURE OBLIGATIONS

4.1 Disclosure

(1) An adviser that enters into an arrangement where brokerage commissions, or any portion thereof, are used as payment for goods and services other than order execution, must provide to each of its clients on an initial basis and, thereafter, at least annually, disclosure of:

(a) the arrangements entered into relating to the use of brokerage commissions as payment for order execution services or research, including the names of the dealers and third parties that provided order execution services or research under those arrangements, and the types of goods and services provided by each of those dealers and third parties;

(b) the total brokerage commissions paid during the period reported upon, for each class of security, by all accounts or portfolios, and by the particular client's account or portfolio;

(c) for each of the brokerage commission amounts disclosed under subsection 4.1(b), a reasonable estimate of the percentages paid for:

(i) order execution only trades,

(ii) trades where order execution is bundled with other proprietary services by the dealer(s), and

(iii) trades where a portion of the commission is set aside for payment to third parties, including a breakdown of the fraction of this percentage that represents the amount for third party research, the amount for other third party services and the amount retained by the dealer(s); and

(d) a reasonable estimate of the weighted average brokerage commission per unit of security that corresponds to each of the percentages disclosed in subsections 4.1(c)(i) through (iii).

(2) An adviser must maintain details of each good or service received for which payment was made with brokerage commissions, and make this information available upon request to its clients. These details shall include:

(a) a description of the good or service received;

(b) the name of the dealer who used, or forwarded to a third party, the brokerage commissions as payment for the good or service;

(c) the name of the third-party provider, if any, of the good or service; and

(d) the date the good or service was received.

PART 5 EXEMPTION

5.1 Exemption

(1) The regulator or the securities regulatory authority may grant an exemption from this Regulation, in whole or in part, subject to such conditions or restrictions as may be imposed in the exemption.

(2) Despite subsection (1), in Ontario, only the regulator may grant such an exemption.

(3) Except in Ontario, an exemption referred to in subsection (1) is granted under the statute referred to in Appendix B of National Instrument 14-101 *Definitions* opposite the name of the local jurisdiction.

(4) In Québec, this exemption is granted pursuant to section 263 of the Securities Act (R.S.Q. c. V-1.1).

Policy Statement to Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research ("Soft Dollar" Arrangements)

PART 1 – INTRODUCTION

1.1 Introduction – The purpose of this Policy Statement is to provide guidance regarding the various requirements of Regulation 23-102 respecting Use of Client Brokerage Commissions as Payment for Order Execution Services or Research ("Soft Dollar" Arrangements) (the "Regulation"), including:

(a) a discussion of the general regulatory purposes for the Regulation;

(b) the interpretation of various terms and provisions in the Regulation; and

(c) guidance on compliance with the Regulation.

1.2 General – Registered dealers and advisers have a fundamental obligation to act fairly, honestly, and in good faith with their clients. In addition, securities legislation in some jurisdictions requires managers of mutual funds to also exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances. The Regulation is intended to provide more specific parameters for the use of client brokerage commissions. This Policy Statement provides guidance on the characteristics of the goods and services that may be paid for with brokerage commissions, and provides some examples of certain types of permitted and non-permitted goods and services. The Regulation also sets out disclosure requirements for advisers.

PART 2 – APPLICATION OF THE REGULATION

2.1 Application – In addition to registered dealers, the Regulation applies to advisers. The reference to "advisers" includes registered advisers and registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers. The Regulation governs all trading of securities where payment is made with brokerage commissions, as set out in Section 2.1. The reference to "brokerage commissions" includes any commission or similar transaction-based fee. The Regulation would therefore apply to trades executed by the dealer on both a principal or agency basis, so long as brokerage commissions are charged. This may include transactions done on a net basis, if a fee can be separately broken out.

PART 3 – ORDER EXECUTION SERVICES AND RESEARCH

3.1 Definitions of Order Execution Services and Research – (1) Section 1.1 of the Regulation includes the definitions of order execution services and research and provides the broad characteristics of both.

(2) The definitions do not specify what form (e.g., electronic or paper) the order execution services or research should take, as it is the substance that is relevant in assessing whether the definitions are met.

(3) An adviser's responsibilities include determining whether any particular good or service, or portion thereof, may be paid for with brokerage commissions. In making this determination, the adviser is required under Part 3 of the Regulation to ensure both that the good or service meets the definition of order execution services or research and that it benefits the adviser's client(s).

3.2 Order Execution – (1) Section 1.1 of the Regulation defines order execution services as including order execution, as well as other goods and services directly related to order execution. For the purposes of the Regulation, the term "order execution", as opposed to "order execution services", means the entry, handling or facilitation of an order by a dealer, but not other tools that are provided to aid in the execution of trades.

(2) To be considered directly related to order execution, goods and services should generally be integral to the arranging and conclusion of the securities transactions that generated the commissions. A temporal limitation should be applied to ensure that only goods and services received by an adviser that are directly related to the execution process are considered order execution services. As a result, goods and services provided between the point at which an adviser makes an investment or trading decision and the point at which the resulting securities transaction is concluded would generally be considered order execution services. The conclusion of the resulting securities transaction occurs at the point that settlement is clearly and irrevocably completed.

(3) For example, order execution services may include trading advice, such as advice from a dealer as to how to trade an order (to the extent it relates to the execution of a specific order and is provided after the point at which the investment or trading decision is made by the adviser), custody, clearing and settlement services that are directly related to an executed order that generated commissions, algorithmic trading software and raw market data, to the extent they assist in the execution of orders.

3.3 Research – (1) The Regulation defines research as advice, analyses or reports regarding various subject matter relating to investments or trading. In Part 3 of the Regulation, there are also requirements relating to the adviser's responsibility to ensure the research adds value to investment or trading decisions. In order to add value to an investment or trading decision, research should include the expression of reasoning or knowledge and contain original thought. Information or conclusions that are commonly known or self-evident would not qualify. Permitted research may be based on both new and existing facts but should be capable of providing new insights, and not be merely a restatement or repackaging of previously stated information or conclusions. Similarly, research should involve the analysis or manipulation of information or data in arriving at meaningful conclusions. Information or data that has not been analyzed or manipulated does not reflect original thought or the expression of reasoning or knowledge. Additionally, a general characteristic of research is that, in order to link it to order execution, it should be provided before an adviser makes an investment or trading decision.

(2) For example, traditional research reports and advice as to the value of securities and the advisability of effecting transactions in securities would generally be considered research. Other examples include quantitative analytical software, market data that has been analyzed or manipulated to arrive at meaningful conclusions, and post-trade analytics from prior transactions (to the extent they help determine a subsequent investment or trading decision).

3.4 Mixed-Use Items – (1) Mixed-use items are those goods and services that contain some elements that may meet the definitions of order execution services or research, and other elements that either do not meet the definitions or that would not meet the requirements of Part 3 of the Regulation. Where mixed-use items are received by an adviser, the adviser should make a reasonable allocation of the brokerage commissions paid according to the use of the goods and services. For example, a portion of the cost of post-trade analytics might be considered to be research, but advisers should use their own funds to pay for the portion that would not be considered research (for example, the portion used for compliance or internal performance monitoring).

(2) Advisers are expected to keep adequate books and records concerning the allocations made to ensure that brokerage commissions paid by clients are not used to pay for the components of mixed-use items that did not directly benefit the clients.

3.5 Non-Permitted Goods and Services – (1) Certain goods and services are not permitted as order execution services or research under the Regulation because they are not sufficiently linked to the securities transactions that generated the commissions in order to qualify. Goods and services that relate to the operation of an adviser's business rather than to the provision of services to its clients would not meet the requirements of Part 3 of the Regulation. For example, office furniture and equipment (including computer hardware), trading surveillance or compliance systems, portfolio valuation and performance

measurement services, computer software that assists with administrative functions, legal and accounting services, memberships, mass-marketed or publicly-available information or publications, seminars, marketing services, and services provided by the adviser's personnel (e.g. payment of salaries, including those of research staff) would not be allowed.

PART 4 – OBLIGATIONS OF ADVISERS AND REGISTERED DEALERS

4.1 Obligations of Advisers – (1) Subsection 3.1(1) of the Regulation restricts an adviser from entering into any arrangements to use any portion of brokerage commissions for purposes other than as payment for order execution services or research, as defined in the Regulation. Arrangements consist of both formal and informal arrangements, including those informal arrangements for the receipt of such goods and services from a dealer offering proprietary, bundled services.

(2) Subsection 3.1(2) of the Regulation requires an adviser that uses brokerage commissions as payment for order execution services or research to ensure that certain criteria are met. The criteria include that the order execution services or research acquired are for the benefit of the adviser's client(s). The adviser should have adequate policies and procedures in place to allocate, on a fair and reasonable basis, the goods and services received to its client(s) whose brokerage commissions were used as payment for those goods and services.

4.2 Obligations of Registered Dealers – Section 3.2 of the Regulation does not restrict a registered dealer from forwarding to a third party, on the instructions of an adviser, any portion of the commissions it has charged on brokerage transactions to pay for order execution services or research provided to the adviser by that third party.

PART 5 – DISCLOSURE OBLIGATIONS

5.1 Timing of Disclosure – (1) Part 4 of the Regulation requires an adviser to make certain initial and periodic disclosure to its clients. Initial disclosure should be made before an adviser starts conducting business with each of its clients and then periodic disclosure should be made at least annually. The period of time chosen for the periodic disclosure should be consistent from period to period.

(2) For existing accounts, an adviser should make the initial disclosure by the earlier of six months from the date the Regulation takes effect and the date the adviser makes its first periodic disclosure. If the date of the initial disclosure for existing accounts precedes that of the first periodic disclosure, the adviser may choose to make only the disclosure required by subsection 4.1(1)(a) of the Regulation for this purpose.

5.2 Adequate Disclosure – (1) For the purposes of subsection 4.1(a) of the Regulation, disclosure of the arrangements relating to the use of brokerage commissions should include whether the adviser has entered into any such arrangements, and whether those arrangements involve goods and services provided directly or by a third party. Disclosure of the types of goods and services provided by each of the dealers and third parties named should be sufficient to provide adequate description of the goods and services received (e.g., algorithmic trading software, research reports, trading advice, etc.).

(2) For the purposes of subsection 4.1(b) of the Regulation, the brokerage commissions paid by the adviser during the period reported upon should be disclosed for each security class for which such commissions were paid, for example for equity securities, options, etc. The amount is to be disclosed both on an aggregate basis for all accounts or portfolios, and then separately for each of the accounts or portfolios managed by the adviser on behalf of the client to whom the disclosure is made.

(3) Subsection 4.1(c) of the Regulation requires disclosure of the percentages of the brokerage commissions charged, on both an aggregate and account-by-account (or portfolio-by-portfolio) basis, for trades that fall within certain categories. The purpose of this disclosure is to provide clients with clearer information about the use of the brokerage

commissions spent on their behalf, and to provide more transparency about advisers' execution and allocation practices. The categories are as follows:

(a) "order execution only" trades, which, for the purposes of the Regulation, refers to the entry, handling or facilitation of an order by a dealer, which may range from "direct market access" trades to trades where the dealer is more actively involved, for example by providing capital, working the order, etc.;

(b) trades where order execution is bundled with other proprietary services by the dealer(s), such as advice as to trading strategy, research, access to issuer management, etc.;

(c) trades where a portion of the commission is set aside for payment to third parties for goods and services such as independent research, analytical software, etc, divided into three further sub-categories: the fraction allocated to third party research, to other third-party services and that retained by the dealers.

(4) For the purposes of subsection 4.1(d) of the Regulation, the weighted average brokerage commission per unit of security is the total amount of brokerage commissions paid divided by the total number of units of securities in the trades that generated those brokerage commissions. The calculations should be done separately for each of the percentages and fractions disclosed in subsections 4.1(c)(i) through (iii) of the Regulation. (5) In order for the initial disclosure required under section 4.1 of the Regulation to be considered adequate, the adviser should provide the client with the most recent periodic disclosure, in relation to that section, that had been provided to the adviser's existing clients. The initial disclosure would not include any of the client-specific disclosure required under subsections 4.1(b) through (d) of the Regulation but should include the related aggregated brokerage commission disclosure.

(6) Subsection 4.1(2) of the Regulation requires an adviser to maintain certain details of the goods and services received for which payment was made with brokerage commissions, and to make this information available to its clients, upon request. In order to be able to meet this requirement, the adviser should maintain the information in such a manner as to facilitate requests for details covering any specified period of time. The adviser should maintain these details relating to the most recent five years.

(7) An adviser should disclose any additional information it believes would be helpful to its clients.

5.3 Form of Disclosure – Part 4 of the Regulation does not specify the form of disclosure. The form of disclosure may be determined by the adviser based on the needs of its clients, but the disclosure should be provided in conjunction with other initial and periodic disclosure relating to the management and performance of the account, portfolio, etc. For managed accounts and portfolios, the initial disclosure could be included as a supplement to the management agreement or account opening form, and the periodic disclosure could be provided as a supplement to a statement of portfolio.

RÈGLEMENT ABROGEANT L'INSTRUCTION GÉNÉRALE Q-20
L'EMPLOI DU COURTAGE SUR LES TITRES GÉRÉS*

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

1. L'Instruction générale Q-20, *L'emploi du courtage sur les titres gérés* est abrogée.

2. Le présent règlement entre en vigueur à la date de sa publication à la *Gazette officielle du Québec*.

---

* L'Instruction générale Q-20, L'emploi du courtage sur les titres gérés, adoptée le 30 octobre 1986 par la décision n° 7986 et publiée au Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec volume XVII, n° 44 du 31 octobre 1986 a été modifiée par l'Instruction générale adoptée le 12 juin 2001 par la décision 2001-C-0253 publiée au Bulletin hebdomadaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec volume XXXII, n° 25 du 22 juin 2001.

REGULATION TO REPEAL POLICY STATEMENT Q-20 USE BY DEALERS OF BROKERAGE COMMISSIONS AS PAYMENT FOR GOODS OR SERVICES OTHER THAN ORDER EXECUTION SERVICES ("SOFT DOLLARS" DEALS)*

Securities Act
(R.S.Q., c.V-1.1, s. 331.1, par. (1), (8), (16) and (34))

1. Policy Statement Q-20 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services Other than Order Execution Services ("Soft Dollars" Deals) is repealed.

2. This Regulation comes into force on the date of its publication in the *Gazette officielle du Québec*.

* Policy Statement Q-20 Use by Dealers of Brokerage Commissions as Payment for Goods or Services Other than Order Execution Services ("Soft Dollars" Deals), adopted on October 30, 1986 pursuant to decision no. 7986 and published in the Bulletin of the *Commission des valeurs mobilières du Québec*, volume XVII, no 44 dated October 31, 1986, was amended by the Policy Statement adopted on June 12 2001 pursuant to decision 2001-C-0253 published in the Bulletin hebdomadaire of the *Commission des valeurs mobilières du Québec,* volume XXXII, no. 25 dated June 22, 2001.