

Le 22 février 2012

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria – 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G4

OBJET : Avis de consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers

Me Beaudoin,

Nous sommes heureux de répondre à votre avis de consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers et de vous soumettre nos propositions concernant le système d'indemnisation québécois.

Nous demeurons à votre disposition pour répondre à vos questions et fournir des précisions additionnelles sur notre analyse et les conclusions que nous en dégageons, tant dans le cadre d'une consultation publique que privée.

Recevez, Me Beaudoin, nos salutations distinguées.



Michel A. Brunet



Pierre Lortie

p.j.



**UN PLAN D'ENSEMBLE POUR
RENFORCER LA PROTECTION
DES INVESTISSEURS
QUÉBÉCOIS DANS LES
ORGANISMES DE PLACEMENT
COLLECTIF**

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À :

**L'AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS**

20 FÉVRIER 2012



**UN PLAN D'ENSEMBLE POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES CONSOMMATEURS
DU SECTEUR DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE AU QUÉBEC**

MÉMOIRE
présenté à
l'Autorité des marchés financiers

Le 20 février 2012

TABLE DES MATIÈRES

UN PLAN D'ENSEMBLE POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES CONSOMMATEURS DU SECTEUR DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE AU QUÉBEC.....	4
I. LES ENJEUX LIÉS AUX POLITIQUES GOUVERNEMENTALES DANS LE CONTEXTE DES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS.....	7
1.1 L'assurance-dépôts et les mécanismes d'indemnisation des épargnants.....	7
1.2 Les principaux enjeux liés aux politiques gouvernementales.....	8
1.3 Sommaire	16
II. APERÇU GÉNÉRAL DES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS	17
2.1 Mécanismes d'indemnisation des épargnants au sein de l'Union européenne.....	17
2.1.1 Indemnisation des épargnants ayant trait aux « organismes de placement collectif en valeurs mobilières » (les « OPCVM »).....	21
2.2 Mécanismes d'indemnisation des épargnants aux États-Unis.....	23
2.2.1 La <i>Securities Investor Protection Corporation</i>	23
2.2.2 Protection supplémentaire des clients	27
2.2.3 Fonds compensatoires	27
2.2.4 Rôle des États.....	29
2.3 Mécanismes de protection des épargnants au Canada.....	30
2.3.1 Le Fonds canadien de protection des épargnants	30
2.3.2 La Corporation de protection des investisseurs de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels	32
2.3.3 Le Fonds d'indemnisation des services financiers (le « FISF »).....	34
III. L'INFLUENCE DÉTERMINANTE DES LOIS SUR LA FAILLITE ET L'INSOLVABILITÉ.....	35
3.1 L'urgence d'agir.....	38
IV. OBSERVATIONS SUR L'APPROCHE DU QUÉBEC À L'ÉGARD DE L'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS QUI INVESTISSENT DANS DES OPC.....	41
4.1 Aperçu des risques inhérents au secteur financier.....	41
4.2 Caractéristiques structurelles des OPC.....	45
4.3 Les principes sur lesquels repose l'établissement du FISF	48
4.4 Comparaison des résultats du FISF et de ceux d'autres mécanismes d'indemnisation des épargnants	51
4.4.1 Commentaires et observations.....	52
V. DES MESURES POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES CONSOMMATEURS DU SECTEUR DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE AU QUÉBEC.....	54
5.1 La promotion active des pratiques exemplaires au sein du secteur financier	55

5.2	Harnacher le plein potentiel des flux d'information.....	56
5.3	Réglementation fondée sur des données empiriques.....	59
5.4	Obligation d'obtenir une assurance contre les détournements.....	59
5.5	La promotion de mécanismes de règlement de rechange.....	61
5.6	Établissement d'un mécanisme de protection contre l'insolvabilité des courtiers en épargne collective.....	63
5.7	Encadrement réglementaire.....	66
5.8	Se préparer à la faillite d'une grande entreprise de services financiers.....	67

UN PLAN D'ENSEMBLE POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES CONSOMMATEURS DU SECTEUR DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE AU QUÉBEC

Le gouvernement du Québec a confié à l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») le mandat de tenir une consultation publique sur l'indemnisation des victimes de fraude financière. À cette fin, l'AMF a publié le 9 décembre 2011 l'Avis de consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers au Québec (les « consommateurs financiers »)¹. Le secteur de l'épargne collective constitue le sujet principal en raison de son envergure, du fait que les clients québécois des courtiers en épargne collective ne sont pas protégés par un mécanisme d'indemnisation pancanadien et que ce secteur a connu des faillites importantes ces dernières années.

La sécurité des économies que les Canadiens ont placées dans des organismes de placement collectif (« OPC ») constitue un sujet de préoccupation légitime pour les gouvernements. Environ 13 % des familles canadiennes sont propriétaires de parts ou d'actions d'OPC, ce qui signifie que cette forme de placement constitue une proportion considérable de leur patrimoine financier. Au deuxième trimestre de 2011, la valeur des avoirs que les Canadiens détenaient dans des OPC s'élevait à 756,2 G\$, et les Québécois, à 117 G\$, soit 15 % du total. Environ 46 % des parts ou des actions d'OPC détenues par les consommateurs financiers québécois sont sous la garde d'une institution de dépôt. En moyenne, en 2011, au Québec, les courtiers en valeurs mobilières au détail et les courtiers en épargne collective ont « vendu » chaque mois des parts ou des actions d'OPC totalisant environ 40 M\$. Les courtiers en valeurs mobilières au détail et les courtiers en épargne collective qui sont affiliés à une institution de dépôt ont recueilli approximativement 38,3 M\$, et ceux qui sont affiliés à une société d'assurances, environ 1,6 M\$. Le reste a été vendu à des consommateurs du secteur financier par des courtiers en épargne collective indépendants².

Restaurer la confiance dans le système financier et réformer celui-ci constituent deux chantiers différents; la protection des consommateurs financiers joue un rôle clé dans le premier. Selon l'OCDE, la protection des consommateurs financiers contre la fraude, les manœuvres dolosives et les détournements de fonds exigent que l'on accorde à cette dimension [Traduction libre] « la reconnaissance et l'importance qui lui revient » et « une attention particulière devrait être accordée aux besoins des groupes vulnérables ». Les cinq facteurs qui suivent influent considérablement sur l'opinion publique et les politiques gouvernementales visant à renforcer la protection des consommateurs financiers :

- À elle seule, la taille des avoirs financiers des particuliers découlant de l'évolution structurelle de la démographie agit comme un aimant tant pour le secteur financier

¹ Avis de consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers – Autorité des marchés financiers (AMF), le 9 décembre 2011.

Guide de référence – Les mécanismes de protection, Consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et de services financiers au Québec, Autorité des marchés financiers (AMF), novembre 2011.

² Institut de la Statistique du Québec, « Courtage de détail en valeurs mobilières au Québec », 2011 et « Fonds communs de placement au Québec », 2011.

authentique établi que, malheureusement, pour les entreprises moins légitimes et les personnes sans scrupule.

- Ces avoirs financiers appartiennent en grande partie à des épargnants âgés de 55 ans et plus. Il s'agit souvent d'épargnants qui, étant peu familiers avec le domaine des placements, sont beaucoup plus susceptibles d'être victimes de manipulation. L'Ombudsman des services bancaires et d'investissements du Canada (l'« OSBI ») indique que 53 % des plaintes qu'il a étudiées provenaient de particuliers âgés de plus de 60 ans. En outre, pour les gens de cet âge, la perte ou la dissipation de leurs épargnes a des répercussions sociales et personnelles considérables puisqu'ils sont déjà ou proche de la retraite. Pour eux, l'important n'est pas de savoir « combien ils ont perdu », mais plutôt « combien il leur reste ».
- Un sujet de plus en plus préoccupant est le risque qu'un nombre élevé de Canadiens n'aient pas accumulé des économies suffisantes pour disposer d'un revenu décent une fois à la retraite. Le changement fondamental qui a touché les régimes de retraite, soit le remplacement de régimes à prestations déterminées par des régimes à cotisations déterminées ou des régimes d'épargne-retraite individuels, a eu pour effet de transférer les risques liés à la durée de vie et au caractère adéquat des revenus de retraite à une majorité de particuliers au Canada. Ces risques sont exacerbés par la faiblesse et la grande volatilité des taux en vigueur sur le marché.
- Les cas de fraude survenus ces dernières années ont fait beaucoup de mal à bon nombre d'épargnants et miné la confiance dans le secteur financier réglementé en raison de l'ampleur des pertes et de la difficulté à démêler les questions juridiques complexes en jeu³. Par voie de conséquence, cela retarde indûment le moment où les épargnants peuvent recouvrer leurs avoirs ou celui où le montant de l'indemnité à laquelle ils ont droit peut être établi. L'attention que les médias accordent à chaque étape du processus d'indemnisation, particulièrement aux erreurs de parcours, rend les épargnants d'autant plus inquiets et incite les organismes de réglementation et les représentants élus à prendre des mesures.
- Le nombre de victimes de manœuvres frauduleuses qui ont perdu une partie considérable de leurs économies et à qui on n'a pas reconnu le droit d'être indemnisées, comme dans les affaires Mount Real et Earl Jones, est considéré comme injuste, d'autant plus que le mécanisme d'indemnisation du Québec constitue une des attributions de l'organisme de réglementation chargé d'éradiquer de tels « mauvais joueurs » et qu'il est géré par celui-ci. À la lumière de la jurisprudence de plusieurs pays, l'argument selon lequel les organismes de réglementation et les mécanismes d'indemnisation des épargnants qui se trouvent sous leur autorité ne sont pas

³ Entre autres cas récents, citons Portus Alternative Asset Management (Ontario), Norbourg (Québec), Norshield (Québec), Farm Mutual (Ontario), Manna (Colombie-Britannique), Thow (Alberta et Colombie-Britannique), Madoff (É.-U.) et Phoenix Kapitaldienst (Allemagne).

responsables des pertes découlant d'actes frauduleux commis par des personnes non inscrites sonne de plus en plus creux.

La recherche de moyens efficaces permettant de renforcer la protection des épargnants sans étouffer l'innovation et la concurrence au sein du secteur financier constitue un enjeu mondial. Aux États-Unis et au sein de la Communauté européenne, on peut noter, parmi de nombreuses mesures qui ont été adoptées, ce qui suit :

- La loi Dodd-Frank a aboli plusieurs restrictions applicables aux « fonds compensatoires » (*Fair Funds*) et, ainsi, a accru les sommes pouvant servir à indemniser les épargnants ayant subi des pertes en raison d'actes frauduleux ou d'autres manœuvres illégales. Elle prévoit également des subventions destinées à aider les États américains à mieux protéger les aînés contre les techniques de commercialisation trompeuses et frauduleuses. De plus, en vertu de cette loi, le contrôleur général des États-Unis est tenu d'effectuer des études sur la publicité dans le secteur de l'épargne collective, les planificateurs financiers et l'usage des titres professionnels.
- La Directive de l'Union européenne relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs, qui a été adoptée par le Parlement européen le 5 juillet 2011, vise à protéger les épargnants contre la fraude, la négligence professionnelle, les erreurs administratives ou les mauvais conseils. Cette directive prévoit le droit des consommateurs financiers d'être indemnisés, sans égard au fait que l'entreprise qui détient, administre ou gère leurs avoirs soit autorisée ou non à exercer de telles activités.

Un examen exhaustif de l'approche québécoise en matière d'indemnisation des consommateurs du secteur de l'épargne collective qui ont été victimes de déclarations fausses ou trompeuses, de détournements de biens, de manœuvres illégales et d'actes frauduleux, ou encore de la faillite d'une entreprise de services financiers, doit absolument tenir compte des cadres réglementaires qui existent dans d'autres juridictions et de l'approche favorisée par leurs organismes de réglementation, de l'interaction entre les mécanismes d'indemnisation des épargnants et les lois qui régissent la responsabilité délictuelle, les faillites et l'insolvabilité et d'autres lois pertinentes, ainsi que des expériences vécues et des leçons apprises à ce sujet par d'autres organismes de réglementation.

Notre mémoire est structuré comme suit. Dans la première partie, nous présentons sommairement les enjeux dont il faut tenir compte dans la conception et le fonctionnement des mécanismes d'indemnisation des épargnants. Dans la deuxième partie, nous esquissons un portrait des mécanismes d'indemnisation des épargnants qui existent dans plusieurs juridictions. Nous examinons d'abord la situation qui règne au sein de l'Union européenne à la suite de l'adoption par le Parlement européen, le 5 juillet 2011, de son rapport concernant la proposition d'amendement de la directive de la Commission européenne relative au système d'indemnisation des investisseurs (« DSII »). Ensuite, nous examinons l'approche américaine en matière d'indemnisation des épargnants et, plus particulièrement, la Securities Investor Protection Corporation. Nous traitons également des fonds compensatoires et du rôle des États

américains. Nous terminons cette partie en faisant le survol de trois mécanismes qui existent au Canada : le Fonds canadien de protection des épargnants, la Corporation de protection des investisseurs de l'ACFM et le Fonds d'indemnisation des services financiers.

Dans la troisième partie, nous donnons un bref aperçu de la procédure de faillite qui s'applique aux courtiers en valeurs mobilières au Canada, car il existe un lien très étroit entre cette procédure et les mécanismes de protection des épargnants, dans le fonctionnement desquels la première joue un rôle clé. Dans la quatrième partie, nous présentons nos observations sur l'approche québécoise en matière d'indemnisation des épargnants du secteur de l'épargne collective. Nous examinons la raison d'être du Fonds d'indemnisation des services financiers et son efficacité relative à la lumière de l'évaluation des risques présentés par les entreprises de services financiers, en général, et des caractéristiques structurelles des OPC au Canada, en particulier, puis nous le comparons à d'autres mécanismes d'indemnisation. Dans la cinquième partie, nous formulons nos recommandations, avec motifs à l'appui.

I. LES ENJEUX LIÉS AUX MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS

Poussés par les forces mises en branle par la récente crise financière et leur interaction avec les facteurs contextuels que nous avons énumérés plus haut, les gouvernements et les organismes de réglementation du secteur financier du monde entier cherchent à mieux comprendre les questions d'intérêt public qui découlent de la faillite de banques, de sociétés d'assurances et de maisons de courtage et de sociétés de services financiers jusqu'ici non réglementées et à réagir de manière adéquate. Les fonds pour éventualités servant à protéger les déposants, les titulaires de polices d'assurance et les clients du secteur des valeurs mobilières contre les pertes susceptibles de découler de la faillite d'une entreprise de services financiers existent partout dans le monde et constituent un élément essentiel du cadre réglementaire d'un secteur financier.

1.1 L'assurance-dépôts et les mécanismes d'indemnisation des épargnants

Il existe des différences notables entre les motifs qui justifient les programmes d'assurance-dépôts et ceux qui sous-tendent les mécanismes d'indemnisation des épargnants. Pour les institutions de dépôt, on cherche principalement à atténuer les risques systémiques, c'est-à-dire à éviter que les institutions soient « assiégées » par des clients désireux de retirer leurs dépôts ou leurs fonds réservés auprès d'institutions viables financièrement et que ces dernières se retrouvent avec des problèmes de liquidités qui compromettent leur solvabilité et accentuent d'autant la course aux retraits. Dans ce cas, la protection des consommateurs est un sous-produit, qu'il est bon d'avoir, mais qui ne constitue pas le motif déterminant de l'intervention gouvernementale. En raison du rôle crucial que les institutions de dépôt jouent au sein du système des paiements et du fait que les comptes bancaires servent principalement à régler des opérations marchandes ou commerciales régulières, il est primordial de corriger la situation rapidement.

Les mesures d'urgence énergiques prises par le département du Trésor américain et la « Federal Reserve » pour enrayer la ruée de retraits des fonds de marché monétaire en septembre 2009 constituent un exemple probant. Aux États-Unis, les fonds de marché monétaire sont

règlementés comme des OPC, alors que les investisseurs les utilisent comme s'il s'agissait d'institutions de dépôt. Aucun fonds pour éventualités ou mécanisme pour éviter une ruée de retraits n'était prévu. Afin de freiner l'avalanche de retraits et rétablir graduellement le fonctionnement des marchés de papier commercial et institutionnels, le gouvernement américain a dû mettre en place le « 'Treasury's Temporary Guarantee Program for Money Market Funds » et le « 'Federal Reserve's Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility ».

Il est évident que les détenteurs de parts qui ont conservé leur placement dans ces fonds (principalement des épargnants au détail) ont bénéficié de l'action vigoureuse du gouvernement. Cependant, force est de reconnaître que la préoccupation majeure et déterminante était d'atténuer le risque systémique par un ralentissement des retraits et la stabilisation des marchés de papier commercial et autres titres d'emprunt à court terme.

Les mécanismes d'indemnisation des épargnants ont principalement pour but d'inspirer la confiance dans le secteur financier en procurant aux consommateurs un certain degré de protection contre la dilapidation de leurs avoirs financiers qui pourrait résulter d'une mauvaise gestion ou d'actes illégaux de la part d'une entreprise de services financiers. Au fond, c'est une question d'équité; en termes économiques, il s'agit de mutualiser les risques en vue de réduire les coûts personnels et sociaux liés à l'exercice de recours délictuels devant les tribunaux ou d'assumer personnellement le coût total de la dissipation de ses économies résultant des actes de l'entreprise de services financiers. Du point de vue social, cette mutualisation des risques auxquels sont exposés les consommateurs financiers est justifiée, car ceux-ci ne peuvent pas s'assurer eux-mêmes contre les préjudices causés par la faillite de « leur » entreprise de services financiers ou par les actes frauduleux que celle-ci a commis.

1.2 Les principaux enjeux

Les principaux enjeux qui confrontent les gouvernements se résument comme suit :

- **Des marchés financiers efficaces** : Des marchés financiers efficaces constituent un bien public; il incombe donc à l'État de les protéger et les promouvoir. Les événements ont démontré que la perte de confiance dans l'intégrité des marchés financiers et le secteur financier en raison de faillites ou de scandales majeurs incite les épargnants à se retirer des marchés. En pareil cas, le processus de mobilisation de capitaux et l'efficacité des marchés financiers dans la répartition des capitaux sont compromis.

L'arsenal d'outils que les autorités gouvernementales utilisent pour éviter de tels écueils s'appuie sur l'imposition de règles de prudence et de règles de conduite. Les règles de prudence visent à assurer la robustesse et l'intégrité financières des entreprises de services financiers, principalement grâce à l'établissement de normes de suffisance du capital et à leur contrôle. Les règles de conduite, qui se rapportent principalement à la protection des consommateurs financiers, s'appuient largement sur l'adoption de normes de compétence et d'exigences que tous les membres du personnel affecté à la gestion et aux ventes qui traitent avec les épargnants doivent respecter et sur la mise

en œuvre de mécanismes de conformité visant à assurer le respect de la réglementation, des règles et des codes d'éthique commerciale.

Les consommateurs financiers qui décident d'investir dans des valeurs mobilières acceptent le risque que la valeur de leur placement fluctue sur le marché. Cependant, ils ne s'attendent pas à ce que leur placement soit dilapidé en raison d'activités illégales ou inappropriées ou d'une mauvaise gestion de l'entreprise de services financiers. Les mécanismes d'indemnisation des épargnants constituent, pour les consommateurs financiers, le dernier rempart dans les cas où l'imposant appareil réglementaire ne réussit pas à empêcher la faillite d'une entreprise de services financiers.

Le rôle central et omniprésent de l'État dans la réglementation du secteur financier crée un aléa moral. Lorsque, en raison des lacunes de la réglementation ou de l'inattention des organismes de réglementation, des épargnants subissent un préjudice, les autorités gouvernementales sont de plus en plus souvent considérées comme étant responsables, sinon complices, de la « débâcle » et de ses effets.

- **La politique de couverture:** L'affirmation selon laquelle, sauf pour ce qui est du Fonds d'indemnisation des services financiers du Québec (le « FISF »), les mécanismes d'indemnisation des épargnants au Canada, en Europe ou aux États-Unis ne compensent pas les pertes causées par les actes frauduleux est trompeuse. La règle générale est que les épargnants sont indemnisés des pertes qu'ils ont subies en raison de la faillite de « leur » entreprise de services financiers; comme les affaires Madoff et Norbourg l'ont démontré, de telles débâcles financières sont généralement le résultat d'actes frauduleux. Ces cas sont ceux qui causent le plus de dommages en raison du nombre de personnes touchées et de la valeur des avoirs financiers qui ont été dilapidés ou volés.

Ainsi, le cœur du débat ne réside pas dans l'indemnisation des pertes résultant de cas de fraude ou de négligence professionnelle, mais dans la question de savoir si un épargnant victime de fraude doit être indemnisé par un mécanisme d'indemnisation si a) l'entreprise de services financiers inscrite demeure solvable, b) la personne physique ou morale qui fournit les services financiers n'est pas autorisée à le faire ou c) la personne physique ou morale qui fournit les services financiers n'est même pas inscrite.

Les obligations d'inscription des entreprises de services financiers exigent que ces entreprises maintiennent une assurance contre les détournements afin de couvrir les pertes résultant d'un acte malhonnête ou frauduleux commis par leurs employés. Par conséquent, tant et aussi longtemps que ces actes répréhensibles ne causent pas la faillite de l'entreprise, il y a nul besoin de l'intervention d'un mécanisme d'indemnisation des épargnants car ces pertes sont couvertes par l'assurance, rendant ainsi disponible les fonds nécessaires pour compenser les consommateurs financiers lésés.

Le paradigme conventionnel dans les cas de pertes résultant d'actes frauduleux ou d'une mauvaise gestion est la règle dite *caveat emptor*, selon laquelle les parties lésées doivent s'en remettre aux tribunaux, invoquant les lois générales en matière de responsabilité délictuelle. La tendance récente consiste à adopter des dispositions législatives visant à protéger les épargnants, afin d'éviter à ceux-ci d'avoir à s'en remettre aux tribunaux, que ce soit dans le cadre d'un recours individuel ou collectif.

Le principe fondamental qui régit le fonctionnement de tous les fonds d'indemnisation des épargnants privés ou publics est que les pertes qui résultent de la baisse de la valeur des avoirs financiers des déposants ou des épargnants sur le marché ne sont pas couvertes par ces mécanismes. En fait, ces risques constituent l'essence même d'un investissement. Jusqu'à maintenant, les tribunaux soutiennent généralement ce principe.

- **Les règles de conduite et les normes commerciales :** La réglementation du secteur financier prévoit des normes de compétence et des exigences en matière de formation et d'expérience que tous les membres du personnel affecté à la gestion et à la vente de produits et de services financiers aux consommateurs financiers doivent respecter. Par conséquent, les consommateurs sont justifiés de croire que ces personnes possèdent des connaissances suffisantes en finance et en placement pour donner de bons conseils à leurs clients. Mais que se passe-t-il si, en raison de l'imprudence, du manque d'éthique ou de l'incompétence du représentant inscrit, la valeur du portefeuille (et des économies) de l'épargnant est compromise ou dilapidée? Bref, il s'agit de l'envers de l'argument qui fait valoir la valeur des conseils en matière de placement; comment la réglementation doit-elle traiter les situations où les conseils étaient imprudents ou franchement mauvais, occasionnant ainsi de lourdes pertes au consommateur financier ?

À l'instar de nombreux régimes de réglementation, le régime québécois d'encadrement des courtiers et de leurs représentants vis-à-vis leurs clients prend assise sur leurs devoirs de se comporter en toute loyauté (l'intérêt du client prévaut advenant conflit d'intérêt) et de faire preuve de compétence, prudence et diligence (règle de *bien connaître son client* et de convenance⁴).

Ainsi, la réglementation impose aux représentants en valeurs mobilières et en épargne collective et à leur firme de courtage l'obligation de « connaître leur client », soit l'obligation pour les personnes inscrites de prendre des mesures raisonnables pour obtenir des renseignements au sujet de leurs clients et les mettre à jour régulièrement et de s'assurer que l'opération envisagée convient au client avant de la lui recommander ou d'accepter ses instructions. S'assurer qu'un placement convient au client et que celui-ci bénéficie de justes conseils en la matière ne constitue pas une

⁴ La professeure Raymonde Crête explique de façon détaillée de quelle façon ces devoirs de comportement s'expriment en droit québécois dans le domaine des services de conseils financiers et de gestion de portefeuille Raymonde Crête, *Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de placement* dans Raymonde Crête et al. *Courtiers et conseillers en placement – encadrement des services de placement*, Montréal Éditions Yvon Blais 2011, pages 302 à 315.

question de conformité banale; il s'agit de la source principale des plaintes soumises à l'OBSI depuis plusieurs années, ayant compté en 2010 pour 22 % du nombre total de plaintes ayant trait au secteur bancaire et au secteur des placements.

Il est reconnu généralement que la responsabilité d'indemniser le consommateur financier qui a perdu des avoirs financiers en raison d'actes malveillants ou de l'incompétence des employés de son entreprise de services financiers incombe d'abord à celle-ci⁵. Les sociétés bien pourvues en capital sont les plus aptes à indemniser les clients lésés en raison d'actes commis par leurs employés. En outre, ces sociétés souscrivent des assurances « erreurs et omissions » et contre les détournements qui couvrent les dommages causés par les erreurs ou les omissions ainsi que par les actes frauduleux commis par leurs employés dans l'exercice de leurs fonctions.

Afin d'éviter les frais et les efforts nécessaires au règlement des différends entre les consommateurs financiers et les entreprises de services financiers et d'accélérer le règlement équitable des différends, les divers segments du secteur financier, avec l'appui des organismes de réglementation, mettent habituellement sur pied un organisme de règlement des différends indépendant à qui ils confient le mandat d'entendre les plaintes des consommateurs et de remplir le rôle de médiateur. Ce service est habituellement gratuit pour les consommateurs. Souvent, les membres des organismes d'autorégulation (« OAR ») sont tenus d'y recourir⁶. Dans certaines juridictions, le mécanisme de règlement comprend l'arbitrage, à l'issue duquel la sentence arbitrale lie les parties.

La nature particulière des services fournis aux consommateurs financiers par un représentant inscrit et une entreprise de services financiers en matière de placement comporte un élément de confiance accrue de la part de l'épargnant relativement à d'autres transactions commerciales. En fait, cela donne lieu à un contrat dit fiduciaire; en confiant une partie de son patrimoine à un courtier inscrit, ce dernier accepte qu'il a une obligation de loyauté et de bonne foi envers le consommateur financier et que les intérêts de son client doivent avoir préséance sur les siens. Dans une étude récente du cadre juridique et réglementaire au Québec, y compris la jurisprudence pertinente concernant cette relation, l'auteure conclut « il se dégage un fil conducteur qui se manifeste par une intensification des obligations imposées aux intermédiaires financiers

⁵ L'encadrement légal et réglementaire applicable aux représentants inscrits s'apparente à maints égards aux critères et normes relatifs à la reconnaissance d'un ordre professionnel. Certains suggèrent que ces particularités « justifient la reconnaissance juridique du statut professionnel des intermédiaires financiers. ». Quel que soit leur statut juridique dans l'avenir, cela ne changera pas la réalité que ce métier s'exerce à l'intérieur d'entreprises de plus en plus importantes à titre d'employé ou d'agent. Le cadre réglementaire doit s'arrimer correctement à cette réalité commerciale, sans quoi, c'est la protection des consommateurs financiers qui sera fragilisée, voire compromise. M., Duclos, C., « La rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », *Revue générale de droit*, Vol. 39 n° 2, 2009.

⁶ Anne-Marie Poitras, *Le dédommagement des consommateurs dans le cadre d'un mécanisme de règlement des différends* dans le cadre du Colloque *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, septembre 2009.

et par une diminution corrélative des obligations des consommateurs, de même que par l'imposition de sanctions particulières aux prestataires de services de placement »⁷. Toutefois, dans certaines juridictions, de telles obligations juridiques ne s'appliquent pas toujours uniformément à toutes les catégories de « conseillers financiers » qui donnent des conseils en placement personnalisés aux consommateurs financiers; d'ailleurs cette question a pris une acuité particulière dans les débats aux États-Unis⁸ et en Ontario⁹.

- **Réglementation du secteur :** Les organismes de réglementation privés et publics n'ont aucun lien de dépendance avec les personnes physiques ou morales qui leur sont assujetties. La dure réalité est que la mauvaise foi ou les opérations contraires à l'éthique, les déclarations fausses ou trompeuses, les manœuvres dolosives et les actes frauduleux sont endémiques au sein du secteur financier. La triste vérité est que, même dans les grandes institutions financières qui exercent rigoureusement leurs fonctions de supervision selon des principes stricts et qui sont dotées d'un service de conformité compétent, de tels actes répréhensibles se produisent. Ainsi, l'OSBI a été appelé à ouvrir 1 024 dossiers en 2010.

Il est clair que, au sein des grandes entreprises de services financiers canadiennes, les erreurs flagrantes et les actes frauduleux sont l'exception, le fait d'un nombre restreint de personnes. Toutefois, si des sociétés compétentes et respectueuses de la réglementation ne parviennent pas à éradiquer les comportements délinquants d'employés qui sont sous leur direction et leur contrôle, comment peut-on s'attendre à ce que des organismes de réglementation supervisant sans lien de dépendance un secteur diversifié et fragmenté parviennent à éliminer toutes les malversations ?

La conciliation de ces exigences plutôt contradictoires constitue tout un défi. D'une part, on estime qu'il est impératif que les organismes de réglementation n'aient aucun lien de dépendance avec le secteur si l'on veut qu'ils soient intègres et crédibles et qu'ils obtiennent des résultats. D'autre part, cette structure en parallèle nuit aux efforts des organismes de réglementation pour empêcher les pratiques malveillantes et, de ce fait, réduit la protection des consommateurs financiers, car les organismes de réglementation se trouvent écartés du confluent des flux de renseignements qui circulent au sein du secteur et du marché. Cette question de structure est très importante pour la réglementation des courtiers en épargne collective au Québec parce

⁷ Raymonde Crête, « Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », Partie III, Dossier « La confiance au cœur de l'industrie des services de placement », Revue générale de droit, Vol. 39 n°2, 2009, Université d'Ottawa.

⁸ Par exemple, la *Dodd-Frank Act* confère à la SEC le pouvoir d'« harmoniser » la norme de conduite des négociants et des courtiers en valeurs mobilières avec celle qui est actuellement imposée aux conseillers en placement, qui les oblige à [Traduction libre] « agir dans l'intérêt du client sans égard à l'intérêt financier ou à quelque autre intérêt du négociant ou du courtier en valeurs mobilières ou du conseiller en placement qui donne les conseils », et de communiquer les « conflits d'intérêts importants » (paragraphe 913 (g) et (h)). Voir également l'étude publiée par le personnel de la SEC intitulée « *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers* » (janvier 2011).

⁹ The Globe and Mail, "The flaws in Canada's financial adviser system", February 17, 2012.

que, contrairement à ce qui se passe ailleurs au Canada ainsi que pour le secteur des courtiers en valeurs mobilières, c'est l'AMF, plutôt qu'un OAR, qui exerce la surveillance des règles de prudence et de conformité que doivent suivre les courtiers en épargne collective (par opposition aux représentants inscrits, qui sont des particuliers).

On ne peut examiner les risques financiers et administratifs auxquels les consommateurs financiers sont exposés sans tenir compte de la structure du marché sur lequel ceux-ci exercent leurs activités de placement. Par exemple, les risques dépendent du type d'intermédiaire auquel les consommateurs financiers ont recours. Par conséquent, on doit analyser les risques auxquels les consommateurs financiers sont exposés ainsi que les approches réglementaires en tenant compte de la structure du secteur.

La notoriété et la réputation d'une entreprise de services financiers constituent une forme institutionnelle de protection qui fonctionne à la fois a priori et a posteriori. Les sociétés soucieuses de leur réputation s'assurent de fournir des services de qualité et d'agir dans l'intérêt de leurs clients en toutes circonstances. Pour cette raison, les entreprises sont enclines à réduire la probabilité que les risques pouvant causer des pertes aux consommateurs financiers se matérialisent, par exemple en intégrant des systèmes et des contrôles internes de pointe à leur stratégie de gestion des risques. Lorsque des problèmes surgissent, les sociétés bien établies ont intérêt à indemniser les épargnants des pertes qu'ils ont subies, de façon à préserver leur réputation.

Le nombre de dossiers de plaintes que la Chambre de la sécurité financière a ouvert est représentatif du degré de concentration du secteur de l'épargne collective au Québec. En 2010, les représentants en épargne collective représentaient 73 % du nombre total de représentants inscrits à la Chambre, alors que ce secteur d'activité a compté pour 29 % du nombre total de dossiers de plaintes ouverts. Le nombre de représentants cités dans ces dossiers représentait moins de 1 % du nombre total de représentants.

Les grandes institutions financières canadiennes n'hésitent pas à protéger les investissements considérables qu'elles ont effectuées au fil des ans afin d'établir leur réputation et de gagner la confiance de leurs clients. La gestion des risques liés à la réputation constitue une préoccupation importante pour ces institutions et celles-ci prennent des mesures décisives pour éviter que leur réputation soit entachée. Deux exemples récents impliquant des OPC démontrent que ces considérations ne constituent pas de vaines attentes à l'égard du comportement des entreprises.

Le 20 août 2007, à l'aube de la crise du papier commercial adossé à des actifs (les « PCAA »), la Banque Nationale du Canada (« BNC ») a volontairement pris la décision d'acquérir, à un prix correspondant à la totalité du coût d'acquisition majoré de l'intérêt couru, tout le PCAA acheté par l'intermédiaire de la banque ou de ses filiales et détenu a) par la BNC et les fonds communs de placement publics Altamira et dans les fonds communs qui sont utilisés par Natcan dans le cadre de sa gestion discrétionnaire et par Trust Banque Nationale dans le cadre de sa gestion privée de placements, b) par

les clients dans leur compte personnel et c) par d'autres épargnants non avertis qui avaient le PCAA d'une valeur totalisant 2 M\$ CA et moins dans des comptes ouverts à la BNC ou chez ses filiales. On estimait à ce moment-là que l'engagement de la BNC représenterait une sortie de fonds d'environ 2 G\$.

Le 4 mars 2005, Financière Manuvie (« Manuvie ») a annoncé qu'elle acquerrait la participation de ses clients dans Portus Alternative Asset Management Inc. (« Portus ») à un prix correspondant à la valeur de leur placement d'origine dans Portus et que les clients conserveraient le droit de toucher tout rendement positif qui serait, au bout du compte, réalisé sur leur placement dans Portus. Manuvie avait conclu une convention d'indication de clients avec Portus, qui était tout à fait indépendante et sans lien avec elle. Manuvie a pris la décision d'indemniser intégralement ses clients seulement quelques semaines après que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario eut rendu une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'encontre de Portus et des membres de son groupe et bien avant d'avoir suffisamment de renseignements pour établir le coût net de son offre d'indemnisation. À ce moment-là, la valeur des placements des clients de Manuvie était estimée à 246 M\$. On prévoyait que les pertes découlant de la fraude et de la faillite de Portus atteindraient au moins 15 % de la valeur nominale des placements.

Nous reconnaissons qu'un mécanisme de protection des épargnants solide ne peut pas présumer que les dirigeants des grandes institutions financières feront toujours volontairement la « bonne chose ». Toutefois, on ne peut pas faire abstraction des puissants incitatifs financiers qui sont à l'œuvre en pareilles circonstances. Ce que l'on doit faire, c'est une évaluation équilibrée des incitatifs et des risques qui diffèrent considérablement selon l'envergure et la notoriété publique des entreprises de services financiers.

Les données empiriques démontrent que les caractéristiques de l'appareil réglementaire qui régit les sociétés de services financiers, particulièrement celles qui sont visées par les règles de prudence, influent considérablement sur le nombre de demandes d'indemnisation dont font l'objet les mécanismes d'indemnisation des épargnants. Dans le cas des institutions financières et des entreprises inscrites à la cote d'une bourse reconnue, les effets positifs sont encore plus prononcés : elles sont assujetties à des obligations d'information continue, elles exercent leurs activités sous l'œil attentif des investisseurs, des analystes et des médias, le risque lié à la solvabilité auquel elles sont exposées est régulièrement noté par les agences de notation indépendantes et leurs dirigeants et leurs administrateurs peuvent être poursuivis au civil par les actionnaires si elles publient des renseignements faux ou trompeurs importants. Ces ajouts importants à la réglementation applicable aux entreprises de services financiers et à leurs activités ne se trouvent pas dans le cadre réglementaire régissant les entreprises fermées et les professionnels travaillant de manière autonome ou au sein d'une société de personnes. Une telle distinction est particulièrement pertinente à l'analyse du FISF, puisque ses racines et sa conception puisent au modèle adopté par l'Ordre des comptables agréés du Québec, la Chambre des notaires et le

Barreau du Québec, plutôt qu'à l'approche qui a été retenue dans les principales juridictions par tous les segments du secteur financier.

- **Les activités illicites :** Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont le mandat non seulement de réglementer le secteur, mais aussi d'empêcher les personnes physiques ou morales non inscrites de conclure des opérations sur titres avec des consommateurs financiers. Dans une société diversifiée et complexe comme le Québec, un tel mandat présente d'énormes défis. Ces difficultés sont exacerbées par le fait qu'une grande partie des fraudes financières commises par les personnes non inscrites sont au départ des « fraudes par affinité ». Les collectivités « tricotées serrées » sont particulièrement vulnérables à de telles manœuvres en raison de la confiance et de la haute estime que leurs membres ont les uns envers les autres.

En conséquence, les gouvernements ont adopté certaines politiques en vue d'élargir et de diversifier les flux informels de renseignements vers les organismes de réglementation. Les programmes de dénonciation et les efforts graduels, mais incessants, en vue d'accroître leur portée et leur efficacité ont pour but de combler les lacunes à ce chapitre.

- **La résolution rapide des demandes de règlement :** Les consommateurs financiers n'ont pas accès à leur compte pendant le déroulement d'une procédure de liquidation ou de faillite. Les longs délais nécessaires pour délimiter les avoirs et calculer les pertes subies par chaque épargnant en cas de faillite d'une entreprise de services financiers et, par conséquent, pour rendre les avoirs à leurs propriétaires, sont une grande source de contrariété. Même si, au bout du compte, les épargnants recouvrent tous leurs avoirs, l'incertitude qui règne dans l'intervalle crée beaucoup d'anxiété, qui se répercute inévitablement sur les organismes de réglementation et les représentants élus. Les rapports de l'OSBI illustrent bien que le règlement des conflits relatifs aux placements est un processus complexe. En 2010, 81,4 % des plaintes visant le secteur bancaire ont été réglées dans un délai de 180 jours; en ce qui concerne les plaintes visant le secteur des placements, 67,5 % n'étaient toujours pas réglées après 180 jours. Et cette complexité est exacerbée dans les cas de liquidation ou de faillite.

Le calcul de la valeur monétaire de comptes de particuliers auprès d'institutions de dépôt qui regroupent les dépôts en espèces et leurs autres fonds et les utilisent pour financer leurs propres activités est un processus moins complexe que l'identification précise de chaque actif financier détenu au nom de chaque client (ou qui devrait l'être) dans des fonds distincts. L'une des raisons qui expliquent la différence réside dans la relation juridique : dans le cas des dépôts, les fonds des clients sont regroupés avec les propres fonds de la banque et celle-ci est la débitrice de ses déposants. En cas de faillite, le client a un droit proportionnel sur le reliquat des biens. Une autre raison est que l'argent est fongible : nul besoin de déterminer quelle pièce de monnaie appartient à qui, il suffit d'établir le montant net du compte de chaque déposant.

Pour les courtiers en valeurs mobilières et les courtiers en épargne collective, y compris les OPC, les entreprises de services financiers ont une obligation de garde en lieu sûr : les avoirs financiers des clients ne doivent pas être regroupés avec les avoirs de l'entreprise ou d'autres avoirs. Cela peut être contre-intuitif, mais le fait est que l'identification des avoirs financiers qui sont détenus ou supposés être détenus dans des fonds distincts au nom d'un épargnant constitue une tâche complexe et laborieuse. De plus, les faillites d'entreprises de services financiers résultant de manœuvres frauduleuses engendrent des problèmes juridiques complexes qui retardent le règlement des réclamations et le versement des indemnités, suscitant ainsi beaucoup d'anxiété chez les épargnants. En outre, les poursuites intentées par des clients et d'autres tiers chicaniers font souvent obstacle au processus de tri des avoirs. Ces problèmes sont accentués lorsque l'entreprise en faillite n'est pas autorisée à fournir des services financiers.

Pour faciliter la résolution de ces problèmes, les gouvernements ont adopté des dispositions législatives spéciales régissant la liquidation ou la faillite des banques, des sociétés d'assurances et des courtiers en valeurs mobilières. En l'espèce, il y a lieu de souligner l'ajout, en 1997, de la partie XII à la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, qui traite tout particulièrement de la faillite des courtiers en valeurs mobilières au Canada.

1.3 Sommaire

En résumé, de nos jours, la conception des mécanismes de protection des épargnants doit tenir compte des enjeux suivants :

- Les conséquences imprévues de la vaste réglementation régissant les marchés financiers et les entreprises de services financiers sur les attentes des épargnants.
- La portée et l'étendue du filet d'indemnisation des épargnants.
- L'incapacité inhérente et structurelle des organismes de réglementation d'éradiquer, a priori, les comportements contraires à l'éthique, les actes frauduleux et les autres manœuvres dolosives et illégales qui découlent, pour une bonne part, de leur isolement relatif des marchés et des acteurs du secteur financier ainsi que de la complexité des sociétés modernes.
- Les longs délais nécessaires pour rendre les avoirs financiers à leurs propriétaires légitimes et calculer la somme des pertes admissibles subies par chaque épargnant, le cas échéant, qui sont inévitables dans le cas de la liquidation d'une entreprise de services financiers.
- L'ampleur des obligations de loyauté et de bonne foi auxquelles les dirigeants et les représentants des entreprises de services financiers sont tenues envers leurs clients de par leur titre professionnel, de l'obligation de « connaître son client » et de l'obligation de s'assurer qu'un placement convient à un client donné.

- Les règles qui régissent la liquidation des entreprises de services financiers aux termes des lois sur la faillite et l'insolvabilité, que ce soit à l'échelle nationale ou internationale; leurs liens avec les objectifs en matière de protection des épargnants ainsi que le rôle et le statut des mécanismes d'indemnisation des épargnants dans le cadre d'une procédure de faillite.
- Les frais, les longs efforts et les vicissitudes que comporte le recours aux tribunaux.

Les options qui s'offrent aux autorités gouvernementales comportent toutes des conséquences. Il y a lieu de soupeser chaque option en fonction des réponses aux questions suivantes : a) dans quelle mesure la conception du mécanisme d'indemnisation incitera-t-elle les consommateurs financiers à choisir leur entreprise de services financiers avec soin? b) comment le mécanisme d'indemnisation sera-t-il financé et quelle incidence auront les règles de financement de ce mécanisme sur le comportement des entreprises de services financiers et les membres de leur haute direction? c) dans quelle mesure la conception du mécanisme d'indemnisation incitera-t-elle les entreprises faiblement capitalisées et dotées de processus de gestion peu rigoureux à pénétrer le marché? d) quelle incidence auront la structure du mécanisme d'indemnisation et son financement sur les organismes de réglementation?

Dans la partie qui suit, nous donnons un bref aperçu de la manière dont les autorités de la Communauté européenne, des États-Unis et du Canada ont réagi à ces enjeux et les moyens qu'ils se sont donnés pour ce faire.

II. APERÇU GÉNÉRAL DES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS

La consultation publique que l'AMF a lancée ne vise pas particulièrement les mécanismes d'indemnisation établis afin de couvrir les pertes qui découlent de la faillite d'institutions de dépôt, de sociétés d'assurances et de courtiers en valeurs mobilières. Le fonds d'assurance-dépôts du Québec a été établi selon le modèle de la Société d'assurance-dépôts du Canada et offre une protection similaire à l'égard des dépôts effectués auprès d'institutions de dépôt régies par le droit québécois. Quant aux sociétés d'assurances, les règlements de l'AMF exigent que toutes les sociétés d'assurance-vie et d'assurance IARD soient membres d'Assuris et de la Société d'indemnisation en matière d'assurances IARD, respectivement, soit les deux mécanismes d'indemnisation pancanadiens applicables à ces segments du secteur financier. Par conséquent, l'analyse qui suit ne porte pas sur ces mécanismes. Bien que cela ne fasse pas expressément l'objet de la consultation, nous examinerons la structure et le fonctionnement du Fonds canadien de protection des épargnants (le « FCPE ») du secteur des valeurs mobilières, étant donné qu'il couvre les consommateurs financiers Québécois qui acquièrent des parts ou des actions d'OPC par l'entremise de courtiers en valeurs mobilières. De plus, nous pouvons en tirer de nombreuses leçons utiles aux fins de notre examen.

2.1 Mécanismes d'indemnisation des épargnants au sein de l'Union européenne

En 1989, l'Union européenne a adopté des règlements ayant pour objet la mise sur pied d'autorités de surveillance dans chacun des États membres. Des aspects importants des lois et

règlements régissant les marchés financiers relèveraient désormais d'une autorité de surveillance nationale, cette exigence ayant été réitérée dans des directives successives¹⁰.

Plusieurs États membres ont donc établi des autorités de surveillance multifonctionnelles. Par exemple, l'Allemagne a créé « BaFin », qui regroupe les fonctions de l'Office de surveillance des valeurs mobilières, de l'Office de surveillance bancaire et de l'Office de surveillance des assurances. Des autorités de surveillance financière similaires existent au Danemark, soit Finanstilsynet, en Autriche, soit l'autorité de surveillance des marchés financiers, en Grande-Bretagne, soit la Financial Services Authority, et en France, soit l'Autorité des marchés financiers¹¹. Dans le cadre du processus Lamfalussy conçu en vue d'accélérer l'adoption d'une réglementation du secteur financier à l'échelle européenne, l'activité législative et réglementaire a de plus en plus privilégié l'harmonisation complète. Suivant les recommandations du rapport Larosière, cette tendance a abouti à l'adoption, le 22 septembre 2010, du système européen de surveillance financière regroupant l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des valeurs mobilières et des marchés et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles.

En mars 1997, le Conseil européen a adopté la Directive 97/9/CE qui régit les systèmes d'indemnisation des investisseurs (« DII ») dans les États membres de l'Union européenne. La DII est un élément du cadre visant l'établissement d'un marché unique de services financiers. Elle a été calquée sur la Directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts. Après une étude approfondie de la situation et de vastes consultations, la Commission européenne a publié, le 12 juillet 2010, un projet de modification de la DII existante. Le Parlement européen a publié un projet de rapport le 25 janvier 2011 concernant le projet de Directive de la Commission européenne relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs. Le rapport a été adopté à une session plénière du Parlement, le 5 juillet 2011 (« DSII »)¹². On prévoit que la DSII, en sa forme définitive, entrera en vigueur avant la fin de 2012. La DSII a pour objectif de protéger les épargnants contre les risques de fraude, de négligence professionnelle, d'erreur administrative et de mauvais conseils entraînant la faillite d'une entreprise d'investissement ou d'un tiers qui détient, administre ou gère les avoirs financiers pour le compte des épargnants. La DSII approuvée par le Parlement européen prévoit ce qui suit :

- Les clients qui reçoivent des services financiers de la part d'entreprises d'investissement (y compris des établissements de crédit) doivent être indemnisés dans des circonstances précises, lorsque l'entreprise ou le tiers n'est pas en mesure de restituer les fonds ou les instruments financiers appartenant aux clients qu'il détient, gère ou administre pour leur compte.

¹⁰ Voir, par exemple, la Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (la « MiFID »), la directive sur le rapprochement des lois 2006/31/CE et la directive 2003/71/CE concernant les modifications apportées à la directive 2001/34/CE sur les prospectus.

¹¹ Ces développements ont eu une grande influence sur l'orientation de la réglementation du secteur financier au Québec. Voir, par exemple, le rapport Martineau qui proposait l'établissement d'un organisme de réglementation multifonctionnel, soit l'AMF.

¹² Directive modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil.

- Tous les épargnants qui ne sont pas considérés comme des « clients professionnels », des entreprises d'investissement ou des investisseurs institutionnels aux termes de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « MIF ») doivent être couverts. Les petites entreprises sont donc généralement couvertes¹³.
- Tous les services et activités d'investissement visés par la MiFID sont assujettis à la DSII¹⁴.
- La valeur des avoirs financiers assurés ne peut dépasser 100 000 € par épargnant.

La protection imposée par la DSII a une vaste portée. Le principe sous-jacent adopté par le Parlement européen postule qu'il incombe à l'autorité de surveillance de s'assurer que toutes les entreprises qui fournissent des services d'investissement sont dûment inscrites et en règle et que les épargnants peuvent légitimement présumer qu'ils sont protégés par le mécanisme d'indemnisation sans devoir vérifier en détail les conditions liées à l'agrément d'une entreprise¹⁵. Par conséquent, la DSII prévoit également ce qui suit :

- Les épargnants doivent être indemnisés des pertes découlant du fait qu'une entreprise d'investissement ne soit pas en mesure de leur restituer les instruments financiers en raison du défaut d'un tiers dépositaire. Il incombe aux entreprises d'investissement de prendre toutes les mesures raisonnables afin de recouvrer les avoirs auprès du dépositaire. Par conséquent, les épargnants bénéficient de la même protection, que les instruments financiers ou les fonds détenus pour leur compte soient détenus par l'entreprise elle-même ou par le tiers dépositaire que cette dernière a choisi.
- Si, de fait, une entreprise détient, administre ou gère les avoirs des clients, ces derniers ont droit à une indemnisation, sans égard au fait que l'entreprise viole une restriction relative à son agrément (p. ex., l'empêchant de détenir des avoirs des clients ou de faire affaire avec des clients de détail) ou ne soit pas agréée et quelle que soit la nature du service d'investissement visé par MiFID qu'elle fournit.

¹³ La MiFID prévoit qu'un « client professionnel » est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques auxquels il s'expose. Plus précisément, les entreprises qui réunissent deux des critères suivants, soit (i) un total du bilan de 20 M€, (ii) un chiffre d'affaires net de 40 M€ ou (iii) des capitaux propres de 2 M€, sont réputées être des « clients professionnels ».

¹⁴ La liste de la MiFID comprend un vaste éventail de services et d'activités d'investissement ainsi que les services auxiliaires liés à une gamme complexe d'instruments financiers, y compris des parts d'OPC.

¹⁵ La modification du texte proposé par la Commission qui a été adoptée par le Parlement européen ne permet aucune ambiguïté quand à l'intention du législateur : « (5) Les investisseurs n'étant pas toujours informés qu'une entreprise d'investissement ne dispose pas d'agrément ou que des restrictions sont applicables à l'agrément délivré à une entreprise d'investissement, il est nécessaire de les protéger dans les cas où une entreprise d'investissement ne dispose pas d'agrément ou enfreint les conditions attachées à son agrément, notamment en détenant des actifs pour le compte de clients ou en fournissant des services à un type de clients particulier sans agrément ou en violation des conditions attachées à son agrément. Il conviendrait en conséquence que les systèmes d'indemnisation des investisseurs couvrent les actifs des clients dès lors que ces actifs sont détenus de facto par une entreprise d'investissement en relation avec un service ou une activité d'investissement. » (Source : Résolution législative du Parlement européen du 5 juillet 2011).

La DSII n'esquive pas l'enjeu du délai de règlement des demandes d'indemnisation des épargnants. Elle reconnaît expressément que, dans le cas des mécanismes d'indemnisation, les problèmes de fraude, de mauvaises pratiques ou d'ordre administratif sont tels qu'un long délai est nécessaire pour reconstituer la situation de chaque épargnant¹⁶. Par conséquent, bien que, dans le cas de la garantie de dépôts, les déposants doivent être remboursés dans les 20 jours ouvrables suivant la date à laquelle les autorités établissent qu'un établissement de crédit n'est pas en mesure de restituer les dépôts, **les mécanismes d'indemnisation doivent rembourser les épargnants dans les 90 jours ouvrables suivant la date à laquelle on établit l'admissibilité de la réclamation et le montant de celle-ci**. La marche à suivre pour établir l'admissibilité de la réclamation et le montant de celle-ci dépend des lois administratives et des lois sur l'insolvabilité de chaque pays.

Pour alléger le fardeau des clients de détail, la DSII exige que les mécanismes d'indemnisation versent à titre provisoire une indemnité partielle, fondée sur une première estimation de la perte admissible, si le délai de remboursement dépasse une certaine durée. Le montant de l'indemnité partielle doit correspondre à un tiers de cette première estimation, le solde devant être versé ultérieurement, une fois le montant de la perte admissible pleinement établie. Les mécanismes peuvent recouvrer les sommes versées à titre provisoire si l'on établit par la suite que la réclamation n'était pas valable en totalité ou en partie.

De plus, les mécanismes qui indemnisent les épargnants en cas de faillite d'un dépositaire ou d'un tiers disposent d'un droit de subrogation des droits des épargnants à l'encontre de l'entreprise d'investissement en liquidation à l'égard de sommes correspondant aux paiements qu'ils ont faits. Cette disposition est nécessaire pour permettre aux mécanismes de recouvrer les fonds versés à titre d'indemnité et elle ne diminue pas l'obligation des entreprises d'investissement de recouvrer les avoirs auprès du dépositaire.

La DSII impose aux entreprises d'investissement l'obligation d'informer les épargnants. Plus précisément, celles-ci sont tenues de:

- Donner aux épargnants actuels et éventuels des renseignements sur le mécanisme d'indemnisation des épargnants pertinent, y compris le montant et l'étendue de la couverture. Les renseignements doivent être présentés sous une forme aisément compréhensible.
- Informer les épargnants, dans des termes clairs et simples, de la portée effective de la protection offerte par le mécanisme d'indemnisation des épargnants, leur expliquer la manière dont le mécanisme fonctionne dans les situations transfrontalières et préciser que les pertes découlant de la fluctuation de la valeur des avoirs financiers sur le marché ne donnent pas droit à une indemnisation.

¹⁶ CE.COM (2010) 371 final.

En ce qui concerne le financement des mécanismes d'indemnisation des épargnants, la DSII énonce les trois principes fondamentaux suivants :

- Le financement doit être assumé par les participants au marché;
- Les mécanismes doivent être financés de manière adéquate en proportion de leur passif éventuel;
- Afin de s'assurer que tous les mécanismes disposent de fonds suffisants pour parer aux éventualités, un montant cible minimal doit être fixé. Ce montant cible doit être atteint sur une période de 10 ans.

2.1.1 Indemnisation des épargnants ayant trait aux « organismes de placement collectif en valeurs mobilières » (les « OPCVM »)

Les OPCVM sont des fonds à capital variable qui font des placements dans des titres cessibles et, sous réserve des restrictions établies par les directives de l'Union européenne, dans d'autres instruments financiers ou stratégies de placement. Ils constituent le type de fonds européen réglementé le plus répandu.

La garde des OPCVM n'est pas un service d'investissement au sens de la MiFID. Par conséquent, la DSII ne couvrirait pas les OPCVM ou les porteurs de leurs parts dans l'éventualité où ils subiraient des pertes en raison de la faillite d'un dépositaire ou d'un sous-dépositaire des OPCVM. La Commission européenne a soutenu que cette situation pouvait se comparer, pour l'essentiel, à celles où les pertes découlent de la faillite du dépositaire ou du sous-dépositaire d'une entreprise d'investissement. Par conséquent, la proposition législative initiale conférerait aux porteurs de titres des OPCVM le droit d'être dédommés par le mécanisme d'indemnisation des épargnants s'il était impossible de leur rendre leurs avoirs en raison de la faillite d'un dépositaire ou d'un sous-dépositaire des OPCVM. Le coût de cet élargissement de la couverture aurait été assumé par ces entités plutôt que par les entreprises d'investissement.

Le Parlement européen a décidé de soustraire les dépositaires et les sous-dépositaires des OPCVM de l'application de la DSII, ayant jugé que ces entités étaient suffisamment réglementées par d'autres lois. En fait, la réglementation des OPCVM n'a pas cessé d'évoluer. La première directive relative aux OPCVM a été adoptée en 1985; des modifications importantes y ont été apportées en janvier 2002 au moyen de deux directives principales, soit la directive relative à la gestion et la directive relative aux produits (l'« OPCVM III »), et de nouveau en 2009 (l'« OPCVM IV »)¹⁷.

Les règlements imposent des exigences structurelles. La directive 2009/65/CE exige que l'actif des OPCVM soit sous la garde d'un dépositaire. L'OPCVM est tenu de nommer un dépositaire, un administrateur et un vérificateur (ou auditeur), chacune de ces entités devant être en règle dans le territoire d'établissement de l'OPCVM. Selon sa structure, l'OPCVM peut également

¹⁷ Soit la directive du Conseil 85/611/CEE du 20 décembre 1985, la directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002, la directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002, la directive 2009/65/CE et la directive du Conseil 3605/1/09 du 22 juin 2009.

nommer une société de gestion ou être géré par des particuliers (s'il est établi à titre d'OPCVM autogéré). Le dépositaire et la société de gestion exercent un pouvoir de contrôle et sont chargés de surveiller les activités de l'OPCVM. **Ils sont directement responsables envers les épargnants, qu'ils aient délégué leurs fonctions ou non.** La société de gestion ne doit pas déléguer ses fonctions jusqu'à un point où elle deviendrait effectivement une société-boîte aux lettres. Le dépositaire doit également se conformer à des exigences strictes en matière de garde et l'actif non monétaire de l'OPCVM doit être séparé des autres éléments d'actif.

Le dépositaire ne peut agir à titre de société de gestion et de dépositaire du même OPCVM; cependant, il peut remplir le rôle d'administrateur. Il incombe à l'administrateur d'établir la valeur liquidative de l'OPCVM, de tenir le registre des porteurs de titres et d'agir à titre d'agent des transferts. Tant l'administrateur que le dépositaire sont des entités indépendantes et doivent être autorisés par l'État membre à exercer ces fonctions. La société de gestion est l'ultime responsable de la gestion de l'OPCVM et de ses placements. Le promoteur d'un OPCVM offre une garantie financière additionnelle aux épargnants quant aux mesures prises par la société de gestion et l'OPCVM. La réglementation de l'Union européenne ne fixe pas le montant minimal des capitaux requis pour agir à titre de promoteur d'un OPCVM, mais les États membres doivent s'assurer que le promoteur dispose de capitaux suffisants pour offrir une protection de l'actif accrue aux épargnants.

La directive de la Commission européenne 2010/43/UE qui s'applique aux sociétés de gestion qui gèrent des OPCVM et aux dépositaires qui détiennent les éléments d'actif dans lesquels les OPCVM investissent est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2010. Elle impose aux sociétés de gestion l'obligation d'agir dans l'intérêt des OPCVM qu'elles gèrent lorsqu'elles mettent des décisions à exécution pour le compte de ceux-ci. Elle traite de façon exhaustive de questions relatives aux exigences organisationnelles, aux conflits d'intérêts, aux règles de conduite, à la gestion des risques et aux dispositions que doit prévoir la convention conclue entre le dépositaire et la société de gestion¹⁸.

Toutefois, des interrogations subsistent quant à savoir si les lois actuelles suffisent à protéger les épargnants. Des consultations ont lieu actuellement au sujet d'autres modifications (l'« OPCVM V ») qui renforceraient le rôle des dépositaires en a) élargissant la portée des obligations de surveillance; b) en augmentant leur responsabilité; c) en conférant à tous les épargnants qui investissent dans des OPCVM le droit de poursuivre les dépositaires, directement ou par l'intermédiaire de la société de gestion et d) en attribuant le fardeau de la preuve aux dépositaires si ceux-ci ont été négligents ou ont commis une faute intentionnelle dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions.

Les modifications proposées imposeraient aux dépositaires, en plus de la garde de l'actif, l'obligation de s'assurer que toutes les opérations (p. ex., les souscriptions, les rachats et les annulations de parts) effectuées par les OPCVM ou pour le compte de ceux-ci sont effectuées

¹⁸ À plusieurs égards, la directive s'apparente Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites.

conformément à la loi et aux documents des OPCVM. Elles établissent sans ambages que les dépositaires doivent agir de manière indépendante et uniquement dans l'intérêt des porteurs de parts pour s'acquitter comme il se doit des obligations qui leur incombent à ce titre.

Les nouvelles règles exigeraient que l'OPCVM nomme un seul dépositaire qui serait chargé de la garde de tous ses éléments d'actif. Le dépositaire devrait être en mesure d'assurer la surveillance de tous les éléments d'actif et de toutes les opérations au comptant de l'OPCVM et d'en assumer la responsabilité. Il serait aussi tenu de vérifier de manière indépendante et régulière la façon dont l'OPCVM est géré.

2.2 Mécanismes d'indemnisation des épargnants aux États-Unis

Le système américain d'indemnisation des épargnants ayant subi des pertes en raison de la faillite d'une maison de courtage en valeurs mobilières ou des actes frauduleux commis dans le secteur des valeurs mobilières comporte trois volets. Le premier volet est un mécanisme d'indemnisation fédéral, soit la Securities Investor Protection Corporation (« SIPC »), qui a pour objectif de protéger les clients contre les pertes qui découlent de la faillite d'une maison de courtage.

Le deuxième volet est le pouvoir accordé à la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») d'indemniser les victimes d'actes frauduleux commis dans le secteur des valeurs mobilières au moyen du Federal Account for Investor Restitution Fund (les « fonds compensatoires »). Les fonds compensatoires sont établis en fonction de chaque cas. Les sommes pouvant servir aux indemnités proviennent des restitutions effectuées par les parties qui ont violé les lois sur les valeurs mobilières et des amendes imposées dans le cadre des poursuites administratives intentées par la SEC dans chaque cas. Par conséquent, si, au sens strict, il est exact d'affirmer qu'aucune assurance contre la fraude en valeurs mobilières n'existe aux États-Unis, le fait demeure qu'il existe un autre mécanisme extrajudiciaire puissant et efficace qui protège les particuliers contre la conduite malveillante des émetteurs et des courtiers en valeurs mobilières.

Le troisième mécanisme relève de la compétence des États et est fondé presque exclusivement sur le recours aux tribunaux.

2.2.1 La Securities Investor Protection Corporation

La SIPC a été constituée en 1970 au moment de l'adoption de la *Securities Investor Protection Act* (« SIPA »). La SIPC est un organisme privé, non gouvernemental et à but non lucratif. En règle générale, tous les courtiers inscrits auprès de la SEC et les membres d'une bourse reconnue sont membres de la SIPC¹⁹.

¹⁹ Les catégories suivantes de maisons de courtage et d'entreprises d'investissement sont exclues de la SIPC :

- les personnes qui exercent leurs activités principales à l'extérieur des États-Unis
- les personnes qui exercent des activités à titre de courtier consistant exclusivement en ce qui suit :
 - I. le placement d'actions de sociétés d'investissement à capital variable ou de parts de fiducies d'investissement à participation unitaire inscrites
 - II. les ventes de rentes variables

La SIPA et la SIPC, soit l'organisme d'application de la SIPA, ont pour objectifs fondamentaux de protéger les avoirs des épargnants qui sont détenus par des courtiers inscrits auprès de la SEC en cas de difficultés financières et de protéger les clients des pertes qu'ils pourraient subir dans une telle situation. Aux termes de la SIPA, un « client » est une personne qui a déposé des fonds auprès d'un membre de la SIPC aux fins de l'achat de titres. En pratique, la SIPA est considérée comme un volet de la *Securities Exchange Act of 1934*.

Dès que la SEC ou un OAR informe la SIPC qu'un courtier (assujéti à leur réglementation) est sur le point d'éprouver des difficultés financières ou viole les règles relatives à la suffisance du capital, la SIPC doit en informer la maison de courtage et déposer auprès d'un tribunal compétent une demande en vue de l'obtention d'une ordonnance de protection et de la nomination d'un fiduciaire.

En attendant que l'ordonnance soit rendue, le tribunal a a) compétence exclusive sur le débiteur et ses biens, b) compétence exclusive sur les poursuites qui pourraient être intentées à l'encontre du fiduciaire relativement à une liquidation et c) les pouvoirs et les responsabilités que lui confèrent la SIPA et le chapitre 11 du *US Bankruptcy Code* (le « code américain »). Le tribunal peut également suspendre les procédures de faillite, de saisie hypothécaire, de mise sous séquestre ou d'autres procédures de nature similaire (p.ex., une procédure de restructuration) ainsi que les procédures visant à réaliser une sûreté sur les biens ou toute autre poursuite à l'encontre du débiteur.

-
- III. des activités d'assurance
 - IV. des services de consultation en matière de placement à l'intention d'entreprises d'investissement ou de comptes distincts de sociétés d'assurances inscrites

Le fiduciaire de la SIPC a les mêmes pouvoirs par rapport au débiteur et à ses biens qu'un syndic de faillite. Bien que des parties importantes du code américain s'appliquent aux procédures de liquidation amorcées en vertu de la SIPA, l'objet principal de cette dernière, contrairement à celui du chapitre 11 du code américain, n'est pas d'aider les propriétaires à rétablir la société, mais de procéder à sa liquidation ordonnée²⁰. La SIPA ne permet aucune ambiguïté à ce sujet : l'objet de la procédure de faillite est énoncé comme suit :

[Traduction libre]

- « 1. Dès que possible après la nomination d'un fiduciaire dans le cadre d'une procédure de liquidation et conformément aux dispositions de la présente loi, faire ce qui suit :
 - a) remettre les valeurs mobilières qui sont immatriculées aux clients du débiteur qui y ont droit conformément au paragraphe 8(2) ou pour le compte de ceux-ci;
 - b) distribuer les biens du client et (avant une telle distribution ou en même temps que celle-ci) régler le montant net des réclamations (*net equity claims*) des clients dans la mesure prévue par le présent article.
2. Vendre ou transférer les bureaux et les autres unités de l'entreprise du débiteur.
3. Exercer les droits de subrogation prévus par la présente loi.
4. Liquider l'entreprise du débiteur.²¹ »

De plus, sans le consentement des clients, le fiduciaire nommé en vertu de la SIPA, sous réserve de l'approbation préalable de la SIPC, peut vendre ou transférer à un autre membre de la SIPC les comptes clients du membre en défaut.

Si la SIPC refuse d'engager ses fonds ou de prendre une autre mesure pour protéger les clients de l'un de ses membres, la SEC pourra demander à un tribunal fédéral de rendre une

²⁰ Il y a une différence fondamentale d'orientation entre les deux opérations. La loi confère au fiduciaire de la SIPC le pouvoir d'acheter des titres afin de satisfaire les réclamations concernant ces titres. Le fiduciaire doit remettre les valeurs mobilières immatriculées aux clients du débiteur, répartir les fonds proportionnellement entre les clients et régler, au moyen des fonds de la SIPC, le solde des montants nets des réclamations, dans la mesure prévue par la loi. Un fiduciaire nommé aux termes du code américain ne dispose pas de ces pouvoirs. Le code américain vise à protéger la valeur du compte de titres du client à la date de dépôt en liquidant tous les titres, à l'exclusion des titres immatriculés au nom du client. La SIPA vise à préserver le portefeuille d'un épargnant tel qu'il était à la date de dépôt. Aux termes de la SIPA, le client reçoit des titres chaque fois que cela est possible.

²¹ Article 6 de la SIPA.

ordonnance l'obligeant à remplir les obligations qui lui incombent ou d'accorder une autre mesure de redressement qu'il juge appropriée²².

La protection fournie par la SIPC est fixée à 500 000 \$ dans le cas des réclamations visant des titres et à 250 000 \$ dans le cas des réclamations monétaires. Conformément à la SIPA, la totalité du produit recouvré dans le cadre de règlements par confiscation de biens ou par d'autres moyens est versé aux clients jusqu'à concurrence de la valeur nette de leur actif à la date d'effet. La SIPC prend en charge la totalité des honoraires des comptables, des avocats et du fiduciaire ainsi que les frais connexes engagés dans le cadre de la liquidation de la maison de courtage et du règlement des réclamations des clients.

Les tribunaux se sont concentrés sur la nature véritable des opérations plutôt que sur leur forme. Par conséquent, la jurisprudence maintient qu'un épargnant peut être réputé avoir déposé des fonds auprès d'un courtier inscrit aux fins de l'achat de titres – et être ainsi un client couvert – même s'il a déposé ces fonds initialement auprès d'une entité autre que le courtier. Sinon, la SIPC n'est pas tenue de couvrir les pertes qui découlent de la faillite d'une entité qui n'est pas un courtier inscrit auprès de la SEC ou un membre d'une bourse reconnue. Dans le cas de l'escroquerie Madoff, le conseil de la SIPC a élargi la définition de ces termes afin de a) couvrir toutes les opérations effectuées par l'intermédiaire de la maison de courtage, soit Madoff Investment Securities, même si l'acte frauduleux a été commis par la division qui agissait à titre de conseiller en placement inscrit, qui n'était pas membre de la SIPC et b) de traiter toutes les réclamations comme des réclamations visant des titres plutôt que comme des réclamations visant une somme monétaire.

Afin d'atténuer l'effet sur les clients des longs délais nécessaires pour régler les causes de faillite, la SIPC fait des paiements anticipés pour couvrir les pertes des épargnants dès que le fiduciaire l'avise que le montant admissible d'une réclamation a été établi. Il ne s'agit pas toujours de sommes négligeables : les avances nettes que la SIPC a versées dans le cadre de l'affaire Madoff pour remplir l'obligation que lui imposait la loi de régler les réclamations des clients et défrayer les frais d'administration ont atteint 1,06 G\$.

Toujours dans le but d'accélérer le versement des indemnités, la SIPC utilise aussi la méthode de paiement direct extrajudiciaire (*Direct Payment Procedure*) si, d'une part, elle établit que cette méthode sera moins coûteuse qu'une procédure de faillite et que, d'autre part, a) le courtier dispose d'éléments d'actif insuffisants pour rembourser les fonds ou les titres appartenant à ses clients, b) la somme due à chacun des clients est inférieure à 250 000 \$ et c) la réclamation de chaque client ne dépasse pas le montant maximal de ses avances²³.

En ce qui a trait aux communications avec les épargnants, il existe une documentation abondante qui décrit la protection offerte par la SIPC et, en règle générale, les courtiers la

²² Un tel cas est présentement devant les tribunaux. La SEC prétend que la SIPC doit compenser les victimes de la débâcle de Stanford même si les avoirs étaient déposés dans une banque étrangère parce que celle-ci était contrôlée par Stanford. Jusqu'à présent, la SIPC a toujours prétendu que ces pertes n'étaient pas admissibles.

²³ En outre, la SIPC a mis sur pied un programme d'aide en cas de difficultés exceptionnelles en vue d'accélérer les paiements anticipés lorsque les épargnants souffrent énormément du fait que l'on tarde à leur rendre leurs avoirs et à les indemniser.

mettent à la disposition des consommateurs financiers. Il est important de noter que quiconque allègue faussement qu'il est protégé par la SIPA (p. ex., à titre de membre de la SIPC) s'expose à des sanctions pénales.

Certaines inquiétudes quant au caractère adéquat des renseignements fournis aux épargnants à l'égard des politiques et des pratiques de la SIPC et de la responsabilité qui incombe aux consommateurs financiers de protéger leurs placements ont fait l'objet de plusieurs rapports. En réponse à ces inquiétudes, la SEC et la SIPC ont mis en œuvre des mesures destinées à faire mieux connaître les politiques de la SIPC. Il s'agit, par exemple, de l'ajout dans la brochure et sur le site Web de la SIPC d'un avis invitant les épargnants à déposer des plaintes écrites auprès de leur maison de courtage s'ils soupçonnent que des opérations non autorisées sont effectuées, d'une analyse des risques liés aux marchés et de la protection offerte par la SIPC, ainsi que de l'obligation imposée aux sociétés qui affichent des renseignements détaillés sur la SIPC d'inclure également un renvoi ou un lien au site Web de la SIPC. En outre, la SEC, la NASD et plusieurs maisons de courtage donnent aux épargnants les renseignements recommandés quand à la portée de la protection offerte par la SIPC sur leurs sites Web. Dans sa brochure, la SIPC a également ajouté des liens aux sites Web qui offrent des renseignements sur la fraude en matière de placement. De plus, la SEC exige que les courtiers et les membres de leur groupe qui ne sont pas membres de la SIPC le précisent.

La SIPC est financée au moyen des cotisations de ses membres. Ces cotisations correspondent à 0,25 % des produits d'exploitation nets provenant des activités liées aux valeurs mobilières de chacun de ses membres. En date du 31 décembre 2010, ses fonds s'établissaient à 1,2 G\$; la capitalisation cible a été fixée à 2,5 G\$.

La SIPC est autorisée à emprunter afin de remplir les obligations qui lui incombent à l'égard des réclamations admissibles des clients. La SEC peut consentir un prêt à la SIPC si elle juge que cela est nécessaire pour protéger les clients des courtiers et maintenir la confiance dans les marchés des valeurs mobilières américains. La loi autorise la SEC à prêter jusqu'à concurrence de 2,5 G\$.

2.2.2 Protection supplémentaire des clients

Afin de protéger les clients contre les pertes qui excéderaient le montant maximal de la protection offerte par la SIPC, certaines entreprises d'investissement importantes ont souscrit une assurance SIPC excédentaire. Il est à noter que, depuis la constitution de la SIPC en 1971, la valeur totale des réclamations qui excédaient la limite de couverture de la SIPC s'est établie à 47,2 M\$ (soit 351 créances sur 625 100). Une caractéristique importante de la protection excédentaire est qu'il n'existe aucune obligation de régler une réclamation tant et aussi longtemps que l'actif de la société liquidée n'a pas fait l'objet du processus d'ordonnement et de distribution requis, ce qui prend généralement beaucoup de temps.

2.2.3 Fonds compensatoires

L'évolution de la législation fédérale américaine montre que le législateur a reconnu, graduellement mais sûrement, que les recours individuels intentés devant les tribunaux par des consommateurs financiers lésés cherchant à être indemnisés des pertes financières qu'ils

avaient subies en raison d'actes frauduleux ou d'autres manœuvres illégales d'une maison de courtage ou d'un émetteur et de leurs parties liées constituaient une politique inadéquate et inefficace, qui ne pouvait assurer la protection raisonnable des épargnants et maintenir la confiance dans les marchés financiers et les institutions financières. L'intervention directe d'un organisme de réglementation est nécessaire pour que les épargnants lésés puissent obtenir réparation et pour que l'objectif primordial, soit la protection des épargnants en temps opportun et à un coût raisonnable, puisse être atteint. Cette intervention directe des autorités gouvernementales est également nécessaire pour rétablir l'équilibre entre les ressources dont disposent les particuliers pour préparer leur cause et celles que les sociétés peuvent généralement mobiliser. Par conséquent, le Congrès américain a accru systématiquement au fil des ans les moyens dont la SEC dispose pour indemniser les épargnants des pertes qui découlent d'actes frauduleux commis dans le secteur des valeurs mobilières et d'autres manœuvres illégales. Une mesure importante a été l'établissement du programme des fonds compensatoires en vertu de la *Sarbanes-Oxley Act of 2001* (la « SOX »)²⁴. La loi Dodd-Frank a élargi la portée de ce programme. Depuis 2002, des fonds compensatoires de plus de 9,5 G\$ ont été ordonnés.

Le tableau 1 présente les étapes principales de l'évolution de la législation.

²⁴ Il s'agit du Federal Account for Investor Restitution Fund, généralement connu sous le vocable "Fair Fund".

Tableau 1
Synthèse de l'évolution de la législation relative aux fonds compensatoires

Année	Loi	Portée
Les années 1970	-	La fonction principale de la SEC est de protéger le public contre les pratiques frauduleuses et illégales et non d'indemniser les personnes lésées.
1990	<i>The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act</i>	La loi confère à la SEC le pouvoir de demander la restitution dans le cadre de poursuites administratives et de remettre tous les fonds ainsi obtenus aux épargnants lésés. Elle augmente également le pouvoir de la SEC d'imposer des amendes à la plupart de ceux qui violent les lois sur les valeurs mobilières, mais ces amendes doivent être remises au Trésor des États-Unis.
Les années 1990	Les tribunaux commencent à affirmer leur pouvoir d'accorder la restitution comme mesure de redressement accessoire afin de priver les défendeurs de leurs profits illicites.	
2002	<i>Sarbanes-Oxley Act</i> – elle établit le Federal Account for Investor Restitution Fund (les « fonds compensatoires »).	La loi permet que certaines amendes versées dans le cadre de mesures d'application de la loi soient ajoutées aux fonds restitués et versées aux épargnants lésés.
2011	<i>Dodd-Frank Street Reform and Consumer Protection Act</i>	La loi abolit les restrictions prévues par la SOX afin que toutes les amendes relatives à une cause puissent être ajoutées aux fonds restitués.

2.2.4 Rôle des États

Aux États-Unis, les États jouent un rôle important en ce qui a trait à la conformité aux lois et à la réglementation sur les valeurs mobilières, à la protection des consommateurs financiers et à l'application de la loi. Par exemple, pendant la période allant de 2002 à 2004, les données montrent que la SEC a entrepris 17,6 % des mesures d'application de la loi comparativement à 40,8 % du nombre total des mesures d'application pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières des États.

Les États qui ont adopté les lois sur la protection de l'épargne s'en remettent aux tribunaux pour obtenir des condamnations en cas d'actes frauduleux commis dans le secteur des valeurs mobilières et au règlement extrajudiciaire avec les défendeurs pour assurer l'indemnisation des épargnants lésés. Par exemple, dans l'État de New York, la loi Martin confère au procureur général de vastes pouvoirs en matière d'application de la loi qui lui permettent d'effectuer des enquêtes publiques et privées lorsqu'il soupçonne que des actes frauduleux ont été commis dans le cadre du placement, de la vente ou de l'achat de titres et, à sa discrétion, d'intenter des poursuites civiles et criminelles afin de protéger les épargnants.

Le pouvoir des commissions des valeurs mobilières des États de faire enquête et de prendre des mesures d'application de la loi en cas de fraude ou de conduite trompeuse ou illégale dans le

cadre d'opérations sur titres a été confirmé expressément dans la *National Securities Markets Improvement Act of 1996* (la « NSMIA »). En plus de confirmer le pouvoir conféré aux États par la NSMIA, la loi Dodd-Frank renforce la protection des épargnants et le rôle que jouent les organismes de réglementation des valeurs mobilières des États en matière d'application de la loi. Entre autres, elle étend le pouvoir des organismes de réglementation des États sur les conseillers en placement en relevant de 25 M \$ à 100 M \$ le seuil minimal des actifs des conseillers en placement qui doivent s'inscrire à la SEC. On estime que, pour cette raison, environ 4 000 conseillers en placement devront transférer leur inscription auprès de la SEC à une inscription auprès des États.

2.3 Mécanismes de protection des épargnants au Canada

Trois mécanismes de protection des épargnants au Canada sont interpellés par la consultation de l'AMF. Le premier, le Fonds canadien de protection des épargnants (le « FCPE »), vise les courtiers en valeurs mobilières inscrits au Canada. Les consommateurs financiers québécois qui acquièrent des parts ou des actions d'OPC par l'entremise d'un courtier en valeurs mobilières sont couverts par le FCPE. Le deuxième, la Corporation de protection des investisseurs de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (la « CPI »), vise les courtiers en épargne collective de toutes les provinces et de tous les territoires, sauf le Québec. Le troisième, le Fonds d'indemnisation des services financiers (le « FIFS »), est un mécanisme d'indemnisation des victimes d'actes frauduleux commis par un représentant ou une entreprise dûment certifié auprès de l'AMF dans une catégorie couverte par le FIFS. Il s'applique au Québec seulement.

2.3.1 Le Fonds canadien de protection des épargnants

Le FCPE est un organisme privé à but non lucratif du secteur des valeurs mobilières établi afin d'indemniser les clients dans le cas où un courtier en valeurs mobilières membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») deviendrait insolvable. Les courtiers en valeurs mobilières inscrits auprès d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières canadien sont tenus de devenir membres de l'OCRCVM et du FCPE.

Les consommateurs financiers sont protégés des pertes qu'ils pourraient subir si un membre du FCPE est incapable de leur restituer les titres, les soldes en espèces, les marchandises, les contrats à terme, les fonds d'assurance distincts ou les autres biens qu'il a reçus, acquis ou détenus, ou qu'il contrôle, pour le compte du consommateur, y compris les biens convertis illégalement. Aux fins de l'établissement de la couverture, le FCPE fait la distinction entre les comptes généraux et les comptes de retraite distincts. Chaque catégorie de comptes est admissible à la couverture maximale de un million de dollars. Entre autres, la reconnaissance de l'OCRCVM à titre d'OAR fait en sorte que les épargnants québécois bénéficient de la même couverture que leurs concitoyens canadiens dans l'éventualité de la faillite d'un courtier en valeurs mobilières, qu'elle soit provoquée par une fraude ou toute autre cause.

Les pertes découlant de changements dans la valeur au marché d'avoirs financiers ne sont pas couvertes. En outre, seuls les consommateurs du secteur financier qui font affaire avec une

société de courtage inscrite sont couverts. Sinon, ils ne bénéficient pas de la protection offerte par le FCPE. Les institutions financières et les entreprises du secteur financier et les parties liées à la société en défaut ne bénéficient pas de la couverture.

La *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (Canada) a été modifiée en 1997 afin d'y ajouter des dispositions qui s'appliquent expressément à la faillite de courtiers en valeurs mobilières et de chambres de compensation et à leur liquidation subséquente. Ces dispositions, qui ressemblent à celles de la SIPA, donnent priorité aux intérêts des consommateurs financiers par rapport à ceux des autres créanciers dans le cadre de la liquidation ou de la faillite d'un courtier en valeurs mobilières. Le FCPE est reconnu comme un « organisme d'indemnisation des clients » en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (Canada); à maints égards, le FCPE remplit un rôle équivalent à celui de la SPIC aux États-Unis.

L'établissement du montant et de la validité d'une réclamation présentée par un consommateur financier ainsi que le calcul des pertes financières admissibles à l'indemnisation sont effectués par le syndic de faillite nommé ou le séquestre judiciaire. Les règles suivantes s'appliquent dans le cadre du calcul de la perte financière admissible de chacun des consommateurs financiers :

- La première des dates suivantes, soit la date de la faillite du membre ou la date de la suspension de l'inscription d'une société de courtage par une commission des valeurs mobilières ou une bourse reconnue en raison de la violation des règles en matière de suffisance du capital, est réputée être la date applicable aux fins de l'indemnisation.
- Le nombre de titres remis à un client en règlement d'une réclamation correspond au nombre auquel le consommateur avait droit à la date applicable, déduction faite de toute autre indemnisation, sans égard aux fluctuations ultérieures du marché.
- S'il est impossible de remettre les titres au client, une somme en espèces correspondant à leur valeur à la date applicable pourra être versée à celui-ci, même si elle ne correspond pas à la valeur des titres à la date du règlement.
- Les positions ouvertes dans le compte d'un client peuvent, avec ou sans avis, être fermées ou dénouées conformément aux modalités du compte conclues avec le membre ou le courtier correspondant, aux exigences de la chambre de compensation ou de la bourse ou aux lois ou ordonnances applicables en matière d'insolvabilité.

La directive relative à la couverture du FCPE ne fixe aucun délai de remboursement une fois que le syndic a établi le montant de la créance.

Le financement du FCPE est assuré par ses sociétés membres qui versent une cotisation fondée sur les produits d'exploitation et une évaluation de la pondération des risques de chacune d'elles. Les facteurs de risque comprennent la rigueur des contrôles internes, la rentabilité et la suffisance du capital, tels qu'ils sont établis par l'OCRCVM. Les sommes versées au FCPE sont recueillies par l'OCRCVM et remises trimestriellement.

Au 31 décembre 2010, le FCPE disposait d'un actif de 382 M\$. De plus, le FCPE a souscrit une assurance qui couvre un seul et même sinistre jusqu'à concurrence de 116 M\$ ainsi que les sommes qu'il pourrait devoir verser qui, sur une base cumulative annuelle, totalisent plus de 100 M\$, et deux banques canadiennes lui ont consenti des marges de crédit totalisant 100 M\$. L'OCRCVM a garanti ces marges de crédit au moyen de son pouvoir de cotisation auprès des membres.

Le FCPE a accordé beaucoup d'importance à l'évaluation et à l'atténuation des risques inhérents à son « entreprise ». La formule de pondération des risques qui sert à établir la prime que chaque société membre doit verser est assez exceptionnelle. Il importe également de noter l'adoption d'une politique de dénonciation très large qui permet non seulement aux employés, mais à d'autres personnes, de signaler à titre confidentiel et sous le couvert de l'anonymat au président du comité d'audit de la FCPE des plaintes ou des préoccupations concernant l'utilisation par un membre de pratiques comptables ou d'audit discutables susceptibles d'avoir un effet sur le FCPE.

2.3.2 La Corporation de protection des investisseurs de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels

La Corporation de protection des investisseurs de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (la « CPI ») est un organisme à but non lucratif qui a été établi en juillet 2005 par l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (l'« ACFM »). Toutes les sociétés de courtage en épargne collective inscrites au Canada sont tenues de devenir membres de la CPI, sauf celles qui exercent leurs activités uniquement au Québec. Néanmoins, en date du 30 juin 2011, 13 sociétés membres de l'ACFM avaient leur siège social au Québec. L'actif géré par les sociétés établies au Québec s'établissait à 11,9 G\$. Bien que l'ACFM ne soit pas reconnue à titre d'AOR par l'AMF, une convention de coopération réglementaire a été conclue entre les deux organismes qui donne à l'ACFM le pouvoir de s'assurer que ses membres au Québec respectent les règles de prudence²⁵.

La CPI a pour objet d'administrer un fonds de protection des épargnants (le « fonds de l'ACFM »), dans l'intérêt des clients des courtiers en épargne collective qui sont membres de l'ACFM, en cas de liquidation ou d'insolvabilité de l'un d'entre eux. Pour bénéficier de la couverture offerte par la CPI, les consommateurs financiers doivent être titulaires d'un compte auprès d'un membre de l'ACFM qui leur sert uniquement à effectuer des opérations sur titres directement avec le membre. Les institutions financières ainsi que les entreprises et les personnes liées à un membre sont exclues de la couverture.

Afin d'établir les indemnités que la CPI doit verser, les comptes de clients sont regroupés en deux catégories, soit les comptes généraux et les comptes distincts. Le montant maximal de la couverture relative aux avoirs financiers admissibles est de 1 000 000 \$ pour chaque catégorie de compte, sous réserve du regroupement de ces comptes et déduction faite de toute autre indemnisation reçue à l'égard de la perte. Cette couverture est similaire à celle du FCPE.

²⁵ La Chambre de la sécurité financière est l'OAR reconnu par l'AMF pour les représentants inscrits en épargne collective.

Les avoirs financiers admissibles se limitent aux titres, aux espèces, aux fonds distincts et aux autres biens que le membre de l'ACFM est autorisé à négocier aux termes de son inscription à titre de courtier en épargne collective en vertu de la législation applicable. Les biens qui sont détenus ou auraient dû être détenus par un membre de l'ACFM pour le compte d'un client à la date d'effet de son insolvabilité et que le membre insolvable doit rendre au client sont également couverts.

La politique de couverture de la CPI stipule que les avoirs financiers suivants ne sont pas couverts :

- Les comptes auprès d'entités qui ne sont pas membres de l'ACFM, y compris les membres du groupe d'un membre ou les sociétés reliées à celui-ci.
- Les avoirs financiers qui ne sont pas détenus par un membre de l'ACFM ou qui ne sont pas inscrits dans le compte d'un client comme étant détenus par le membre, comme les titres d'OPC qui sont immatriculés directement au nom du client auprès de la société de gestion de l'OPC et les dépôts auprès d'une institution financière, même s'ils ont été vendus au client par l'entremise du membre, sauf s'ils sont sous la garde ou le contrôle du membre. Cette garde ou ce contrôle ont lieu lorsqu'un membre ou ses représentants contrôlent manifestement l'actif d'un client du fait qu'ils détiennent des avoirs financiers au nom d'un client en vertu d'une procuration ou d'une autorisation d'opérations ou qu'ils détiennent temporairement des espèces qui doivent être remises à une société de gestion d'OPC ou à un autre émetteur.
- Les comptes qui sont détenus auprès d'un membre de l'ACFM par leurs clients qui résident au Québec. Aux fins de l'admissibilité, un compte est généralement considéré comme appartenant à un résident du Québec si le bureau qui sert le client est situé dans cette province.

Le délai de remboursement des réclamations des clients lésés est laissé à la discrétion du conseil d'administration de la CPI.

Le fonds de l'ACFM est financé par les cotisations trimestrielles versées par les membres de l'ACFM. En date du 30 juin 2010, l'actif du fonds de l'ACFM s'établissait à 27,8 M\$. De plus, le fonds de l'ACFM dispose d'une facilité de crédit bancaire de 30 M\$ qui est garantie par l'ACFM. Le conseil d'administration de l'ACFM a adopté une résolution en vue d'accroître le montant du fonds de l'ACFM au cours des sept prochaines années pour le porter à 50 M\$.

Les courtiers en épargne collective sont réputés être des « courtiers en valeurs mobilières » en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*. Conformément à la recommandation faite par le groupe de travail mis sur pied par le conseil d'administration de la CPI qui a été soumise en septembre 2006, la CPI a été reconnue le 25 mars 2011 à titre d'« organisme d'indemnisation des clients » et, par conséquent, peut désormais se prévaloir des dispositions particulières de la partie XII de cette loi.

2.3.3 Le Fonds d'indemnisation des services financiers (le « FISF »)

Le FISF a été établi en 1999 en vertu de la *Loi sur la distribution de produits et services financiers* (« loi DPSF »). En 2004, il a été fusionné au sein de l'AMF. En 2005, trois mécanismes d'indemnisation, soit le Fonds d'indemnisation en assurance de personnes, le Fonds d'indemnisation en assurance de dommages et le Fonds d'indemnisation des planificateurs financiers, ont été fusionnés au sein du FISF. Même si l'actif de la FISF demeure séparé de celui de l'AMF, le FISF n'est pas une personne morale distincte.

Le FISF a pour but d'indemniser les victimes de fraudes, de manœuvres dolosives ou de détournement de fonds commis par une entreprise, un représentant indépendant, une société indépendante inscrite en vertu de la loi DPSF ou un courtier en épargne collective ou en régimes de bourses d'études inscrit en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec)²⁶. Il s'agit d'un mécanisme d'indemnisation des épargnants qui a été établi à seule fin d'indemniser les victimes de fraudes commises par une entreprise ou un représentant inscrit qui agit dans les limites de son inscription.

Le montant maximal de l'indemnité que le FISF peut verser est fixé à 200 000 \$ par réclamation. L'AMF assume le coût de l'action en justice qui doit être amorcée en vue d'obtenir une ordonnance de mise sous séquestre. Toutefois, les honoraires et débours du séquestre sont réglés au moyen de l'actif géré, donc par les consommateurs financiers, et non directement par le FISF comme c'est le cas pour la SIPC.

Les règles relatives à la couverture du FISF ne prévoient aucune indemnisation dans le cas des pertes qui découlent d'actes frauduleux commis par les personnes suivantes :

- une personne ou un organisme inscrit qui n'entre pas dans les catégories qui bénéficient de la couverture du FISF, entre autres, les courtiers en valeurs mobilières et les gestionnaires de fonds;
- une personne ou un organisme inscrit qui bénéficie de la couverture du FISF, mais qui a exercé des activités en dehors des limites autorisées par son inscription ou qui n'a pas obtenu l'autorisation nécessaire à cette fin;
- une personne physique ou morale qui n'est pas un représentant inscrit d'une entreprise couverte.

Bien que la politique de couverture du FISF exclue les entreprises ou les représentants non inscrits, les tribunaux ont statué qu'il convenait de tenir compte des liens formels et informels qui lient les entreprises du même groupe qui participent à une fraude financière et que, par conséquent, les consommateurs financiers qui sont victimes d'une fraude avaient le droit de bénéficier de la couverture d'assurance, que la personne à l'origine de la fraude soit ou

²⁶ Le FISF couvre les actes frauduleux commis par les intermédiaires du marché inscrits qui exercent leurs activités dans les secteurs suivants : l'assurance de personnes, l'assurance collective de personnes, l'assurance IARD, l'expertise en règlement de sinistres, la planification financière, le courtage en épargne collective et le courtage en régimes de bourses d'études.

non un membre inscrit ou non inscrit du groupe²⁷. La nature véritable des opérations doit l'emporter sur la forme. Ce jugement correspond à la jurisprudence américaine ainsi qu'aux dispositions de la DSII européenne. Néanmoins, les critères d'admissibilité du mécanisme font en sorte qu'il est très difficile d'élaborer un programme de communication qui réussirait à bien expliquer aux consommateurs financiers le fonctionnement du FISF. L'AMF le reconnaît d'ailleurs : « L'étendue de la couverture actuelle du Fonds d'indemnisation des services financiers est délimitée et mal comprise, puisqu'elle varie à la fois selon la catégorie d'intermédiaires et selon le produit offert. »²⁸

Le FISF exclut les pertes découlant de la faillite d'un intermédiaire financier inscrit couvert par le programme qui ne résultent pas d'une fraude. **Étant donné que l'ACFM n'est pas reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation au Québec, ses membres qui sont présents au Québec ne cotisent pas au fonds de l'ACFM relativement à leurs activités au Québec et leurs clients ne bénéficieraient pas de la protection de la CPI advenant le cas où un tel membre se trouverait en défaut pour une raison quelconque.** Par conséquent, si un courtier en épargne collective fait faillite pour quelque raison que ce soit, mais qu'il n'ait pas commis d'actes frauduleux à l'encontre de consommateurs financiers du Québec, il est fort probable que les pertes subies par ceux-ci ne seraient admissibles à aucun mécanisme d'indemnisation des épargnants actuel (e.g. CPI ou FISF).

La source de financement principale du FISF est la cotisation annuelle des représentants inscrits dans les secteurs couverts par le FISF. Contrairement à d'autres mécanismes d'indemnisation des épargnants, le FISF n'est pas capitalisé. Depuis 2003-2004, le FISF est en déficit.

III. L'INFLUENCE DÉTERMINANTE DES LOIS SUR LA FAILLITE ET L'INSOLVABILITÉ

L'établissement des avoirs financiers appartenant à des consommateurs financiers et des pertes admissibles que les consommateurs ont subies, le cas échéant, pendant que ces avoirs étaient confiés à la gestion d'une entreprise de services financiers insolvable met immédiatement en évidence les contraintes juridiques qui régissent les procédures de faillite et l'interaction – souvent complexe – que celles-ci peuvent avoir avec les mécanismes d'indemnisation des épargnants. C'est le cas dans toutes les juridictions; le Canada ne fait pas exception.

Au Canada, la faillite et l'insolvabilité sont du ressort du Parlement du Canada²⁹. En cas d'incompatibilité entre les dispositions de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* ou de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (la « LACC ») et celles des lois provinciales, les premières ont préséance.

²⁷ 3677842 Canada Inc. v. Autorité des marchés financiers à titre d'administrateur et gestionnaire du Fonds d'indemnisation des services financiers (2010 QCCS 5306(CANIII)). Le juge Godbout déclare que « étant donné que M. Lacroix était directement ou indirectement actionnaire de tous ces intervenants, chacun doit être considéré responsable de la fraude » (par. 182)... « ce détournement de fonds est l'objectif ultime d'une démarche plus vaste, soit la mise en situation de plusieurs intervenants qui, accomplissant leurs fonctions usuelles, sont parties à une fraude. » (par. 195).

²⁸ AMF – « Guide de référence : Les mécanismes de protection », novembre 2011, p. 65.

²⁹ Paragraphe 91 (21) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

En 1997, le gouvernement du Canada a modifié *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (ci-après, la « Loi ») en vue d'y ajouter la partie XII, « Faillite des courtiers en valeurs mobilières », afin de simplifier et de rationaliser l'administration de l'actif d'un courtier en valeurs mobilières en faillite. Avant cette modification, la liquidation d'un courtier était un processus complexe et capricieux qui prenait beaucoup de temps et coûtait cher tant aux épargnants qu'aux créanciers. Les clients d'un courtier en faillite soulevaient une foule de réclamations, souvent en opposition à d'autres réclamations, créant des conflits qui se révélaient difficiles et coûteux à résoudre. Souvent, dans l'attente du règlement des réclamations, le syndic devait détenir des valeurs mobilières volatiles dont la valeur était susceptible de plonger pendant que les clients tentaient de faire valoir leur droit sur cet actif.

La partie XII a créé trois types distincts d'avoirs financiers :

- Les valeurs mobilières immatriculées : ces avoirs ne sont pas dévolus au syndic, puisqu'ils appartiennent aux clients. Une fois identifiés, ils sont remis à leur « propriétaire » (c.à.d. le consommateur financier). En pratique, cela s'effectue habituellement par le transfert en bloc des comptes des clients à un autre courtier inscrit en règle.
- Le fonds des clients : le fonds est constitué des sommes et des valeurs mobilières (à l'exception des valeurs mobilières immatriculées) détenues par le courtier en valeurs mobilières en faillite. Les avoirs du fonds des clients sont, en premier lieu, affectés au paiement des frais d'administration, dans la mesure où les sommes du fonds général sont insuffisantes à cette fin, et, en second lieu, versés aux clients en proportion de leurs avoirs nets. Le cas échéant, le reliquat est versé au fonds général. En réalité, une telle disposition accorde un statut prioritaire aux consommateurs financiers.
- Le fonds général, qui comprend le reliquat des biens du courtier en valeurs mobilières en faillite.

Relativement à l'application de la Loi, les tribunaux ont rendu deux décisions qui sont particulièrement pertinentes pour le secteur de l'épargne collective. Dans l'affaire *Farm Mutual Financial Services* (« FMFS »), le tribunal a statué que l'achat de parts de l'OPC, la confirmation d'une telle opération et l'inscription de la participation des acquéreurs dans le registre de l'OPC et dans le sommaire des opérations figurant dans les relevés mensuels remis aux porteurs de parts constituaient la preuve que les porteurs de parts avaient, de toute évidence, des droits en common law et en équité qu'ils pouvaient faire valoir à l'égard de l'actif en portefeuille et des parts de l'OPC. Par conséquent, FMFS n'était ni le propriétaire ni le détenteur de l'actif en portefeuille ou des parts en gestion commune et de tels avoirs ne pouvaient pas avoir été dévolus et n'étaient pas dévolus au syndic. Il est à noter que le verbe « détenir » comporte l'idée de possession plutôt que celle d'emprise ou de contrôle. Comme il est indiqué dans la décision rendue dans l'affaire *Portus*, l'article 261 de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* doit être interprété de telle sorte que la **forme ne l'emporte pas sur le fond**. En bref, les parts d'un OPC sont des valeurs mobilières à part entière et elles doivent être traitées en conséquence.

En ce qui concerne les avoirs devant être détenus séparément dans un fonds de clients, il a désormais été établi que toutes les sommes et les valeurs mobilières détenues par un courtier en valeurs mobilières à la date de la faillite sont dévolues au syndic, et non seulement les sommes ou les valeurs mobilières dont le courtier en valeurs mobilières est le propriétaire véritable. Les seules valeurs mobilières qui sont exclues du *fonds* sont les valeurs mobilières immatriculées.

Le sens donné au terme *courtier en valeurs mobilières* dans la Loi est beaucoup plus large que celui qui lui est donné habituellement dans les lois sur les valeurs mobilières. Quiconque a l'obligation de s'inscrire pour avoir le droit de conclure avec le public des opérations sur valeurs mobilières est un *courtier en valeurs mobilières*. Ainsi, les courtiers en épargne collective sont des *courtiers en valeurs mobilières* au sens de la Loi. Un courtier est considéré comme un *courtier en valeurs mobilières* même si seulement une partie de ses activités consistent à acheter ou à vendre des valeurs mobilières; il peut s'agir de son activité principale ou tout simplement d'une partie de ses activités. Par conséquent, un gestionnaire de portefeuille dûment inscrit peut être un *courtier en valeurs mobilières* même s'il n'est pas inscrit à titre de courtier. Une société de placement qui pratique la spéculation sur séance au moyen de fonds d'épargnants sur les marchés boursiers est également réputée être un *courtier en valeurs mobilières* en vertu de la Loi³⁰.

La partie XII de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* comporte deux autres caractéristiques importantes, à savoir :

- Le droit donné aux organismes de réglementation des valeurs mobilières de déposer une requête en faillite contre un courtier en valeurs mobilières qui a été suspendu parce qu'il ne satisfaisait pas aux exigences en matière de suffisance de capital.
- Le statut exceptionnel accordé à un *organisme d'indemnisation des clients* qui est reconnu aux termes de la Loi et qui a le droit de déposer une requête en faillite à l'égard d'un courtier en valeurs mobilières insolvable et de participer à l'administration de l'actif d'un failli en nommant un inspecteur. Le syndic a l'obligation de consulter l'organisme d'indemnisation des clients tout au long du processus de liquidation.

Le FISF n'est pas un programme de protection contre l'insolvabilité ni une personne morale distincte. En raison de son mandat limité et singulier, le FISF (tout comme l'AMF) est privé des avantages considérables que la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* confère aux *organismes d'indemnisation des clients* qui sont reconnus aux termes de cette loi. Cela est lourd de conséquences, car un tel statut donne le droit de **participer à l'administration de l'actif d'un failli en nommant un inspecteur et d'être consulté par le syndic**.

Ce statut « particulier » est fort important dans les cas de faillites complexes. Dans plusieurs causes récentes, il s'agissait de combines à la Ponzi, soit des escroqueries où les

³⁰ Les banques, les membres de l'Association canadienne des paiements et les sociétés coopératives de crédit locales qui sont membres d'une société coopérative de crédit centrale ne sont pas des *courtiers en valeurs mobilières*, puisqu'ils sont exclus de la définition de « personne morale » qui est énoncée à l'article 2 de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*.

pseudo-rendements obtenus par les épargnants ou le rachat de leurs placements étaient payés par des fonds placés par d'autres épargnants détournés à cette fin. De telles situations soulèvent de nombreuses questions complexes. Selon le droit de la faillite, le syndic peut recouvrer les paiements effectués au cours de la période de trois mois qui a précédé la date de la faillite, puisque ceux-ci sont considérés comme des paiements « préférentiels »³¹. De plus, au cours de la première année de sa nomination, le syndic peut se prévaloir des recours en inopposabilité prévus par le Code civil en vue de recouvrer les paiements frauduleux qui ont été effectués au cours des trois années précédentes³². Les dispositions en matière de « transport frauduleux » d'autres lois provinciales sont du même effet.

Les décisions du syndic sont déterminantes pour le traitement équitable des consommateurs financiers. Par exemple, comment doit-on calculer la « valeur nette » du placement de chaque consommateur financier dans le cadre d'une combine à la Ponzi? La règle d'équité veut que les flux de paiements en espèces (c'est-à-dire les encaissements et les décaissements) soient le facteur déterminant, méthode qui provoque inmanquablement des poursuites intentées par les investisseurs ainsi visés. Comme il est indiqué dans la décision que la Cour d'appel du deuxième circuit des États-Unis a rendue dans l'affaire *New Times*, « il serait absurde de traiter des gains fictifs comme des "attentes légitimes" des clients, puisque les épargnants "trompés" profiteraient de gains fortuits découlant de promesses frauduleuses faites à l'égard de faux titres » [Traduction libre]³³. Manifestement, la possibilité d'interagir avec le syndic durant le processus de prise de décision procure un avantage certain qui pourrait se révéler essentiel au traitement équitable des consommateurs financiers québécois.

3.1 L'urgence d'agir

L'interdépendance entre les mécanismes d'indemnisation des épargnants et les lois régissant la faillite et l'insolvabilité est essentielle au règlement des causes et au fonctionnement des mécanismes. Tout retard dans la prise de contrôle d'une entreprise de services financiers une fois que son intégrité financière a été remise en question par les organismes de réglementation accélère la dilapidation des avoirs des clients et amenuise les possibilités de recouvrement. Cette réalité est prise en compte par les lois qui régissent la faillite. Elle est aussi bien comprise par les organismes d'indemnisation des épargnants bien rodés, dont le *modus operandi* est facilité par leur statut de société privée et leur situation privilégiée auprès du syndic lors des procédures de faillites. Au Canada, les lois qui régissent la faillite des banques, des sociétés d'assurances constituées en vertu d'une loi fédérale et des courtiers en valeurs mobilières accordent aux organismes de réglementation de vastes pouvoirs qui permettent de prendre immédiatement le contrôle des avoirs de la société et de ceux qu'elle administre afin de procéder à sa liquidation ordonnée lorsque celle-ci ne satisfait pas les exigences de capital

³¹ Cette période est prolongée à douze mois pour les opérations conclues entre personnes ayant un lien de dépendance entre elles.

³² L'expression « paiements frauduleux » réfère à la nature du paiement (e.g. effectué avec des fonds volés) et non à l'intention du récipiendaire.

³³ Cour d'appel du deuxième circuit des États-Unis, 463F.3d 125, 130 (2006).

établies.³⁴ Par exemple, dans le cas d'un courtier en valeurs mobilières, la loi stipule sans équivoque que la suspension d'un courtier par une commission des valeurs mobilières ou une bourse de valeurs mobilières **constitue un acte de faillite si la suspension découle du fait que l'entreprise n'est pas en mesure de remplir le critère de suffisance du capital.**

Aux États-Unis, les OAR et la SEC sont tenus de signaler immédiatement à la SIPC la situation de leurs membres **qui sont en difficulté financière ou sur le point de l'être.** La SIPC peut alors demander à la Federal District Court de nommer le syndic qu'elle recommande afin de procéder à la liquidation. Dès que la demande est présentée à la Cour, les avoirs de l'entreprise relèvent de la compétence exclusive de celle-ci et toutes les poursuites intentées à son encontre sont suspendues. Dans l'affaire Madoff, Bernie Madoff a été arrêté le jeudi 11 décembre 2008. Le syndic choisi par la SEC et la SIPC a été nommé par la Cour le lundi 15 décembre 2008. La Cour a fixé la « date d'effet » au 11 décembre et a gelé tous les avoirs, y compris les avoirs personnels de Madoff, à cette date.

Dans l'affaire Norbourg, les activités frauduleuses ont été signalées aux autorités le 21 juin 2005. À la demande de l'AMF, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières rend le 24 août 2005 des ordonnances de blocage, d'interdiction d'opérations sur valeurs et de suspension des droits conférés par l'inscription. Ce même jour, le Bureau recommande au Ministre des finances du Québec qu'un administrateur provisoire soit nommé; l'administrateur provisoire est nommé dès le 25 août. Celui-ci a présenté son rapport préliminaire le 26 septembre 2005, indiquant que les avoirs des clients manquants étaient de l'ordre de 130 M\$. Le 13 octobre 2005, le dirigeant du groupe Norbourg a mis les cinq entreprises principales du groupe en faillite et un syndic de faillite a été nommé. Comme les OPC étaient constitués en « fiducie », ils ne pouvaient pas, techniquement, être déclarés faillis en vertu de la loi³⁵. Le 24 octobre 2005, le Bureau recommande au Ministre des finances d'ordonner la liquidation de nombreux fonds et de désigner un liquidateur ce qui fut fait le 25 octobre 2005. En définitive, les sociétés Norbourg ont été liquidées par le syndic nommé en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, tandis que les OPC ont été liquidées par un liquidateur nommé par le Québec en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec). Il est généralement admis que les délais qui ont marqué le règlement de l'affaire Norbourg ne sont pas souhaitables.

L'AMF n'est pas dépourvue d'outils pour faire face à des situations de courtiers défaillants. Tout d'abord, à la demande de l'AMF, le Bureau de décision et révision peut rendre des ordonnances de blocage et d'interdiction d'opérations sur valeurs qui peuvent avoir effectivement pour résultat de geler les avoirs de l'entreprise située au Québec ou contrôlée à partir du Québec. Ensuite, elle peut requérir en certaines circonstances qu'un administrateur provisoire soit nommé par la Cour supérieure du Québec en vertu de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* à l'égard d'une personne, d'une société ou d'une autre entité³⁶. En vertu de cette loi,

³⁴ La *Loi modifiant la législation sur les institutions financières*, 1997, L.C. 1997 (*Loi sur les banques et Loi sur les sociétés d'assurance*), la *Loi sur les liquidations et les restructurations* et la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C., 1985, ch. B-3 (partie XII).

³⁵ Cette conclusion demeure valide, que ce soit en common law ou en droit civil.

³⁶ Loi concernant l'Autorité des marchés financiers, L.R.Q. A-33.2, chapitre III.1 (articles. 19.1 à 19.11) et article 239.15 de la Loi sur les valeurs mobilières.

la Cour supérieure peut également, en certaines circonstances, ordonner la liquidation et nommer un liquidateur ou faire cession, au nom de la personne, de la société ou d'autres entités visées, de leurs biens au profit des créanciers et nommer un syndic³⁷. Bien qu'un tel processus puisse être approprié dans une situation circonscrite au Québec, il n'élimine pas les mesures que peuvent prendre les dirigeants des entreprises en défaut durant la période de notification de 10 jours précédent la nomination de l'administrateur provisoire et n'accorde pas aux épargnants la priorité par rapport aux créanciers que prévoit la législation fédérale. Et, surtout, il n'apporte pas de réponse réconfortante à la question « qu'arrivera-t-il » si l'entreprise en faillite exerce ses activités principalement à l'extérieur du Québec?

Aux termes de la réglementation actuelle, un OPC a le droit d'investir dans un autre OPC. L'existence d'un fonds nourricier et d'un fonds maître soulève des questions intéressantes qui sont clairement hors du ressort d'un liquidateur. Par exemple, en cas de faillite du fonds maître, est-ce que le fonds nourricier doit être considéré comme un épargnant unique ou est-ce que les consommateurs financiers qui ont investi dans le fonds nourricier doivent être considérés comme des porteurs de parts ou des actionnaires du fonds maître? Dans l'hypothèse où le fonds nourricier a été établi au Québec et que le gestionnaire du fonds maître est localisé dans une autre juridiction, la dilapidation de la valeur de l'actif du fonds nourricier ne serait pas causée par des actes frauduleux commis par le courtier en épargne collective ayant vendu les titres du fonds nourricier au Québec. Comment le FISF traiterait-il les consommateurs financiers qui sont lésés par l'effondrement du fonds maître? En outre, quelle protection le FISF procurerait-il si cette situation entraînait la faillite du courtier en épargne collective ayant vendu les titres du fonds nourricier?

Enfin, un régime qui ne tient pas compte du fait qu'une proportion importante des entreprises du secteur de l'épargne collective du Québec ont leur siège social à l'extérieur du Québec protège mal les intérêts des consommateurs financiers québécois. L'importance de ce facteur est accentué par le fait que plusieurs courtiers canadiens en épargne collective sont du niveau 4 et, conséquemment, qu'ils détiennent des avoirs de clients, autres qu'en espèces, à titre de prête-noms.

Les structures juridiques complexes, y compris celles d'entreprises réglementées ou non, qui ne correspondent pas nécessairement à des structures de gestion intégrées et interreliées, ainsi que la portée nationale et internationale de leurs activités, compliquent les procédures de faillite. De manière générale, les experts s'entendent pour dire qu'il est impératif que les organismes de réglementation jouent un rôle dans les procédures de faillite, particulièrement les procédures multinationales complexes. L'approche québécoise actuelle prive l'AMF – et, par conséquent, les consommateurs financiers du Québec – du pouvoir d'influer directement sur les mesures et les décisions prises par le syndic nommé dans le cadre de la faillite d'un courtier en épargne collective.

³⁷ Id., art.19. Au moment de l'affaire Norbourg, les dispositions concernant l'administration provisoire et la liquidation n'étaient pas les mêmes. La *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec) prévoyait alors que le ministre des Finances pouvait, si le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières lui en faisait la recommandation, nommer un administrateur provisoire et par la suite, sur recommandation du Bureau, nommer un liquidateur. C'est la voie que l'AMF a suivie dans l'affaire Norbourg.

IV. OBSERVATIONS SUR L'APPROCHE DU QUÉBEC À L'ÉGARD DE L'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS QUI INVESTISSENT DANS DES OPC

Contrairement à ce qui se produit en vertu des mécanismes d'indemnisation des épargnants adoptés dans les autres juridictions, le FISF n'indemnise pas les consommateurs financiers en cas de faillite d'un courtier en épargne collective inscrit, sauf si la faillite résulte directement d'une fraude, de manœuvres dolosives ou d'un détournement de fonds commise à l'encontre de consommateurs québécois. Le FISF indemnise les consommateurs financiers en cas de perte d'avoirs financiers causée par une fraude, d'une manœuvre dolosive ou d'un détournement de fonds que le courtier ou le représentant inscrit soit insolvable ou non.

Cette conception particulière du FISF adoptée par le gouvernement du Québec a été calquée en grande partie sur les mécanismes d'indemnisation établis par l'Ordre des comptables agréés du Québec, la Chambre des notaires et le Barreau du Québec afin de protéger les clients qui déposent auprès des professionnels des sommes qu'ils doivent détenir en fidéicommiss. C'est ce qui explique que les principes qui sous-tendent l'architecture des mécanismes de protection des consommateurs financiers qui font affaire avec un courtier en épargne collective sont centrés autour de la personne du représentant inscrit en tant que professionnel, à l'exclusion – presque – de la société qui est son employeur ou pour le compte de laquelle il travaille à titre d'agent. Cette approche ne cadre pas du tout avec la structure et le fonctionnement du secteur.

En Amérique du Nord et en Europe, le secteur de l'épargne collective est énorme. Il existe un large éventail d'entreprises œuvrant dans ce secteur, de très grande à très petite envergure. Au Canada, en date du 30 juin 2011, 53 des 132 membres de l'ACFM comptaient 10 personnes autorisées ou moins, et 41, plus de 100, parmi lesquelles 17 en comptaient plus de 1 000.

Au Québec, le secteur de l'épargne collective est loin d'être négligeable. En date du 30 septembre 2011, la valeur des avoirs financiers détenus par les Québécois dans des OPC s'élevait à 110,3 G\$, dont 45,6 % étaient détenus en garde par des institutions de dépôt. En fait, environ 63 % des représentants inscrits auprès de l'AMF sont au service de courtiers en épargne collective membres de l'ACFM dont le siège social est situé au Québec, et 33,5 %, par d'autres courtiers en épargne collective membres de l'ACFM qui exercent des activités dans la province. Vu d'un autre angle, environ 90 % des représentants québécois sont des employés ou des mandataires de grandes institutions ou sociétés financières. **Il est clair qu'un mécanisme d'indemnisation des épargnants centré sur les représentants ne cadre pas avec la structure du secteur.**

4.1 Aperçu des risques inhérents au secteur financier

Les consommateurs financiers s'exposent à tout un éventail de risques quand ils chargent une entreprise de services financiers de leur fournir des services en matière de placement. En premier lieu, ils risquent de subir des pertes en raison de diverses erreurs administratives qui peuvent survenir dans la gestion de leurs fonds ou de leurs placements. Ces erreurs sont fréquentes, mais elles n'ont généralement que de faibles répercussions sur les consommateurs financiers. Par exemple, le Financial Ombudsman Service du Royaume-Uni indique que 30 % des

plaintes relatives à des services et à des produits de placement se rapportent à des questions administratives. En deuxième lieu, ils risquent de subir des pertes en raison du caractère inapproprié ou négligent des conseils en matière de placement qui leur ont été donnés.

En troisième lieu, les consommateurs financiers sont assujettis à des risques financiers en cas de faillite de l'entreprise de services financiers. Bien qu'il soit peu probable qu'un tel risque se matérialise, l'incidence d'une faillite peut être considérable si les avoirs du client ne sont pas séparés correctement de ceux de l'entreprise en défaut. Des erreurs à ce chapitre peuvent découler de négligences ou de lacunes dans les systèmes de gestion des comptes et financiers. Si les avoirs sont séparés et détenus par une tierce partie, cela entraîne une autre source de risque peu probable, mais susceptible d'avoir de fortes répercussions en cas de défaut de cette tierce partie.

En quatrième lieu, les consommateurs du secteur financier sont exposés à des risques de vol, de détournement de fonds et d'autres types d'appropriation illicite de biens. Les conséquences peuvent être très coûteuses si ces fraudes entraînent l'insolvabilité de l'entreprise et que les avoirs ne sont pas séparés correctement.

Le tableau 2 résume les principaux types de risques auxquels les consommateurs financiers sont susceptibles d'être exposés, en distinguant les risques d'ordre financier des risques d'ordre administratif.

Tableau 2
Classification des risques

PRINCIPAUX TYPES DE RISQUES	DESCRIPTION
Risques d'ordre financier	
Faillite de l'entreprise	<p>Le risque que, en cas de défaut de l'entreprise, les avoirs du client soient considérés comme faisant partie de ceux de l'entreprise en défaut plutôt que comme appartenant au client.</p> <p>Le défaut d'une entreprise peut également entraîner des perturbations et des inconvénients, se traduisant par des coûts, au client.</p>
Faillite d'une tierce partie	<p>Le risque qu'un client perde ses avoirs en cas de défaut d'une tierce partie.</p> <p>La tierce partie peut être une institution dépositaire qui détient les comptes du client ou un courtier servant d'intermédiaire, une chambre de compensation ou une autre partie à laquelle l'entreprise transfère les fonds du client afin de réaliser des opérations.</p>
Risques d'ordre administratif	
Vol ou détournement de fonds	<p>Le risque que les employés ou les gestionnaires de l'entreprise ou de la tierce partie volent les avoirs du client ou se les approprient illicitement.</p>
Fraude	<p>Le risque d'un transfert non autorisé ou d'une utilisation frauduleuse des avoirs du client (p. ex. afin de couvrir des pertes découlant d'opérations sur titres que les employés ou le gestionnaire de l'entreprise ou de la tierce partie ont subies dans leur propre compte) ou d'autres comportements malhonnêtes de leur part.</p>
Erreur de séparation	<p>Le risque que les avoirs du client soient répertoriés incorrectement comme faisant partie des avoirs de l'entreprise, ou vice versa.</p>
Erreur de règlement	<p>Le risque que les titres remis ne correspondent pas aux fonds versés par le client.</p>
Erreur de rapprochement	<p>Le risque que l'entreprise ne soit pas en mesure de rapprocher les soldes du client figurant dans ses propres registres internes et ceux figurant dans les rapports de tierces parties.</p>
Erreur de comptabilité ou de tenue des registres	<p>Le risque que, en raison de problèmes de tenue des registres, l'entreprise ne soit pas en mesure de répartir correctement les avoirs entre les clients.</p>
Défaut d'exécution (ou autre violation) des instructions du client	<p>Le risque de subir des pertes découlant du fait qu'une entreprise n'a pas exécuté une opération d'un client à temps ou correctement ou qu'elle n'a pas respecté par ailleurs les instructions que celui-ci lui a données.</p>
Autre type de mauvaise gestion de placements	<p>Le risque de gonflement des opérations d'un compte, de fixation d'un mauvais prix, de l'échec d'une opération amorcée par l'entreprise ou d'un prêt de titres effectuée par celle-ci, etc.</p>
Mauvais conseils en matière de placement	<p>Le risque de recevoir des conseils financiers donnés avec négligence (p. ex. des conseils sans fondement raisonnable).</p>

Les données empiriques permettent de tirer un certain nombre de conclusions pertinentes³⁸ :

- Les risques financiers auxquels sont exposés les consommateurs financiers diffèrent largement quand à la probabilité de matérialisation et l'ampleur des répercussions. Les risques de subir de lourdes pertes sont inversement proportionnels à la probabilité qu'ils se matérialisent. À l'inverse, les risques qui sont plus susceptibles de se matérialiser ont habituellement des répercussions financières négligeables.
- Les risques financiers liés à l'insolvabilité peuvent entraîner de lourdes pertes financières, mais ils ne se matérialisent que rarement. En règle générale, les entreprises de services financiers doivent séparer les avoirs des clients des leurs et, dans le cas des OPC, confient généralement la garde des avoirs en fiducie auprès d'un dépositaire tiers. Le défaut de la tierce partie, particulièrement lorsqu'il s'agit d'une partie « reliée » au sein d'un conglomérat financier, est par conséquent le risque qui est susceptible d'avoir les plus fortes répercussions, encore plus que le défaut de l'entreprise de services financiers elle-même.
- En dépit de l'obligation de séparer les avoirs, on a observé plusieurs cas où la faillite de l'entreprise de services financiers a occasionné des pertes aux clients. **Il s'agissait principalement de petites entreprises mal capitalisées.** Dans ces cas, les pertes sont survenues parce que des fonds n'avaient pas été séparés correctement ou encore parce que les lacunes du système de tenue des registres et de contrôle de l'entreprise ont causé un long et difficile processus d'identification et de répartition des fonds entre les clients.
- Les risques d'ordre administratif sont davantage susceptibles de se matérialiser que les risques de faillite, les erreurs de règlement et de séparation des avoirs étant les risques les plus fréquents. En général, ces risques d'ordre administratif n'entraînent pas de pertes pour les clients, soit parce que les problèmes qui en sont la cause sont réglés rapidement par les entreprises avant que des pertes soient subies, soit parce que, si des pertes se produisent, elles sont couvertes par les entreprises. Toutefois, s'il s'agit de problèmes graves, ils sont susceptibles d'entraîner une faillite et amplifient les répercussions sur les clients. De ce fait, la solidité de la structure financière des entreprises de services financiers est essentielle à la protection des épargnants. C'est ce qui explique l'incidence plus grande de faillites parmi les petites entreprises de services financiers.
- La propension d'une entreprise de services financiers à outrepasser les restrictions rattachées à son inscription augmente singulièrement les risques de faillite. On observe, par exemple, que des entreprises ont conservé la gestion des espèces et des titres de clients sans être autorisées à le faire par l'organisme de

³⁸ Biaï, B., Casamatta, C. et Rochet, J.C. (2003), « Risque opérationnel et régulation du capital dans l'industrie de la gestion de fonds d'investissement en Europe », rapport dressé par la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement, et BIS (2003), « The 2002 Loss Data Collection Exercise for Operational Risk: Summary of the Data Collected », Banque des règlements internationaux, mars.

réglementation compétent. **Ce type de violation de la réglementation a été observé principalement dans de petites entreprises indépendantes qui, pour la plupart, n'ont pas le droit de détenir les avoirs de clients.** Il y a également eu des cas d'appropriation illicite d'espèces ou de titres de clients (fraudes ou vols commis par des employés), ainsi que des erreurs et des retards dans la répartition des droits des clients, tels que les dividendes ou les intérêts sur les titres. La faillite d'Essex Capital Management Ltd., un remisier, qui a coûté 6,1 M\$ au FCPE, constitue un exemple typique.

- L'expérience démontre que la distribution de l'ampleur des pertes est fortement biaisée : dans la plupart des cas, les pertes sont relativement faibles, mais il se produit tout de même parfois des cas où de très lourdes pertes sont subies. Ces situations s'expliquent en partie par la participation de grandes entreprises au mécanisme d'indemnisation des épargnants ou par la possibilité que les défauts de petites entreprises se multiplient.

4.2 Caractéristiques structurelles des OPC

Les OPC à capital variable sont généralement des fonds de placement structurés sous forme de fiducies; au Canada, seul un petit pourcentage sont des sociétés. La caractéristique déterminante d'un OPC est que l'épargnant – le porteur de parts ou l'actionnaire – a le droit de demander le rachat de ses parts de fiducie ou de ses actions en contrepartie d'une part proportionnelle de la valeur liquidative de la fiducie ou de la société. Les parts ou les actions sont généralement incessibles. L'épargnant s'en remet à l'OPC pour ce qui est de la liquidité de son placement.

En pratique, le promoteur ou le gestionnaire de l'OPC dirige les opérations³⁹. Le gestionnaire est généralement une entreprise de services financiers. Le promoteur amorce le regroupement des capitaux de l'OPC et contrôle la formulation de son établissement. Le gestionnaire contrôle ou gère l'administration ou l'exploitation de l'OPC et le placement de ses titres. De manière générale, le promoteur ou le gestionnaire retient les services de tous les autres fournisseurs de services ou convient de fournir certains ou la totalité des services lui-même. Les principaux fournisseurs de services sont les suivants : le dépositaire, qui possède les placements à titre de nu-fiduciaire ou de fiduciaire-dépositaire; le fiduciaire (dans le cas des OPC structurés sous forme de fiducies), qui est le propriétaire en common law des placements, de sorte qu'une fiducie est créée, étant propriétaire de participations véritables avec les porteurs de parts; le conseiller en placement, qui fait bénéficier l'OPC de ses compétences spécialisées quant au placement des capitaux; l'agent des transferts et agent chargé de la tenue des registres; le placeur⁴⁰.

³⁹ Dans la présente note, le terme « gestionnaire » (*manager*) est utilisé conformément à la règle 81-107 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, où il désigne le « gestionnaire du fonds d'investissement » (*investment fund manager*), c'est-à-dire la personne physique ou morale qui dirige les activités, les opérations et les affaires d'un OPC, et le « gestionnaire » (*management company*), c'est-à-dire la personne physique ou morale qui donne des conseils en matière de placement, seuls ou avec d'autres services d'administration ou de gestion, aux termes d'un contrat de gestion. L.R.O. 1990, chapitre 5.5.

⁴⁰ La grande majorité des fonds de placement dont les parts sont placées au Canada sont constitués selon le droit d'un autre territoire que le Québec selon la *common law*.

Il existe quatre types génériques de fiduciaires (distincts du dépositaire) de fiducies de fonds commun de placement : a) le gestionnaire de l'OPC, qui agit également à titre de fiduciaire de celui-ci, b) une société de fiducie inscrite non reliée, c) une société de fiducie inscrite qui est reliée au gestionnaire et d) un particulier.

- Un gestionnaire d'un OPC qui agit également à titre de fiduciaire de celui-ci est fréquent. Ce type d'arrangement suppose que la norme de loyauté que les lois sur les valeurs mobilières imposent au gestionnaire, obligeant celui-ci à toujours agir dans l'intérêt de l'OPC, ne diffère pas de l'obligation de loyauté et de bonne foi qui incombe au fiduciaire envers les porteurs de parts en common law ou en droit civil.
- Un autre arrangement qui est utilisé couramment est celui d'une société de fiducie inscrite non reliée qui agit à titre de fiduciaire. En pareil cas, la société de fiducie agit aussi habituellement à titre de dépositaire. En règle générale, ces fiduciaires agissent principalement à titre de dépositaires et délèguent la majeure partie de leurs fonctions de fiduciaires au gestionnaire de l'OPC.
- Le troisième type est celui d'une société de fiducie inscrite reliée qui agit à titre de fiduciaire de l'OPC. Dans la plupart des cas, ce type d'arrangement fait intervenir une banque – ou un gestionnaire d'OPC appartenant à une institution financière coopérative – et une société de fiducie appartenant à ce conglomérat financier. Encore une fois, en règle générale, ces fiduciaires sont également les dépositaires de l'OPC.
- Le type de fiduciaire auquel les gestionnaires d'OPC ont le moins souvent recours est le particulier. Seule une poignée de gestionnaires d'OPC au Canada confient à des particuliers le rôle de fiduciaires de leurs OPC. Ces particuliers font habituellement partie de l'équipe de direction principale de la société mère. Ils ne sont généralement pas indépendants et participent activement à la gouvernance des OPC.

Les OPC se distinguent également par leur mode de placement. En règle générale, le gestionnaire de l'OPC agit à titre de placeur en gros des titres de l'OPC et, à ce titre, il assume la responsabilité de leur commercialisation. Bien que certains de ces OPC puissent vendre leurs titres directement au public, la majeure partie de ces titres sont vendus par l'intermédiaire de réseaux de courtiers.

Le mode de placement intégré verticalement est une autre approche répandue. Bon nombre de sociétés de gestion d'OPC vendent les titres de ces derniers au public par l'intermédiaire de leurs propres réseaux de représentants des ventes exclusifs. Bien que cette formule soit exceptionnelle pour les sociétés de gestion d'OPC traditionnelles, elle constitue la règle pour les gestionnaires appartenant à des banques ou à des institutions coopératives. Ceux-ci vendent les titres de leurs OPC par l'intermédiaire de leur personnel dans les succursales et les gestionnaires appartenant à des sociétés d'assurances vendent les titres de leurs OPC par l'intermédiaire de représentants des ventes exclusifs agréés tant à titre de représentants des ventes de titres d'OPC que d'agents d'assurance. Nous observons que ces sociétés de gestion ont un élément commun : elles offrent des titres d'OPC à leurs clients dans le cadre d'une vaste

gamme de services financiers. Selon une autre variante, les sociétés fournissent du soutien en commercialisation et en administration des systèmes à des représentants des ventes spécialisés qui sont réputés être indépendants parce qu'ils ne sont pas obligés de vendre exclusivement les titres des OPC des sociétés en question.

. La façon dont est gérée une fiducie de fonds commun se distingue de celle d'autres fiducies. Le gestionnaire d'une fiducie de fonds commun en exerce habituellement le véritable contrôle. Le fiduciaire n'en est qu'un fournisseur de services. Cette configuration particulière des rôles constitue un terrain fertile pour les conflits d'intérêts, en raison tant de la structure de gestion que de questions factuelles. Les obligations de loyauté et de bonne foi qui incombent au gestionnaire et au fiduciaire de l'OPC envers les porteurs de parts découlent principalement du régime juridique constitutif de la fiducie, que ce soit selon la common law ou le Code civil; les obligations sont généralement similaires, pour l'essentiel, dans les deux traditions juridiques. De ce fait, dans le cas d'une fiducie de fonds commun de placement et à la lumière de la jurisprudence imposante qui existe sur ces questions, il ne fait aucun doute [traduction libre] « qu'un gestionnaire d'OPC typique, auquel il incombe de prendre les décisions relatives aux affaires et aux activités courantes de l'OPC, jouera très probablement un rôle de fiduciaire envers les porteurs de parts de l'OPC, que ce soit en vertu de la norme de diligence prévue par les lois sur les valeurs mobilières pertinentes ou des principes de common law qui ont été élaborés afin d'établir l'existence d'obligations de loyauté et de bonne foi ». ⁴¹ C'est pourquoi il est exact d'affirmer que le principe central de la réglementation des OPC canadiens repose sur le fait que le gestionnaire a la responsabilité de gérer ses OPC conformément aux obligations de loyauté et de bonne foi qui lui incombent.

Bien que les obligations issues du droit privé soient assez larges, elles ne sont pas considérées comme suffisamment normatives pour assurer la protection des épargnants. Dans toutes les juridictions, la réglementation qui s'applique aux OPC en vertu des lois sur les valeurs mobilières est abondante, comparativement à celle qui vise d'autres instruments de placement en gestion commune. Par exemple, et cela est particulièrement pertinent pour les risques auxquels les mécanismes d'indemnisation des épargnants sont exposés, la réglementation des OPC exige désormais ce qui suit :

- a) l'inscription des gestionnaires d'OPC qui sont assujettis à des normes minimales qui s'appliquent aux activités de gestion d'OPC⁴². Les gestionnaires de fonds de placement inscrits doivent maintenir un cautionnement ou une assurance contre les détournements;
- b) une convention ou une déclaration de fiducie aux termes de laquelle une personne agit à titre de gestionnaire d'un OPC doit prévoir que le gestionnaire est responsable des pertes qui découlent du fait que lui-même ou une personne dont lui-même ou l'OPC a retenu les services n'a pas rempli les obligations qui lui incombent envers l'OPC. Le

⁴¹ Stevens, David. P., « *Trust Law Implications of Proposed Regulatory Reform of Mutual Fund Governance Structures* », rapport de recherche contextuel aux fins de la Proposition 81-402 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, mars 2002.

⁴² *Loi sur les valeurs mobilières*, r.s.q.c. v-1.1, PARA. 148. Voir également para. 159.1 à 159.3.

gestionnaire conserve la responsabilité envers l'OPC et, par conséquent, indirectement envers les porteurs de titres, de respecter la norme de diligence prévue par les lois sur les valeurs mobilières, tant en ce qui le concerne qu'en ce qui concerne les fournisseurs de services qui ont été retenus⁴³;

- c) la mise sur pied d'un comité d'examen indépendant. Le mandat de ce comité de gouvernance, qui doit alléger aux porteurs de parts, est de résoudre les situations de conflits d'intérêts touchant le gestionnaire d'OPC au moment où elles se présentent⁴⁴;
- d) des restrictions visant les institutions ou les sociétés financières pouvant agir à titre de dépositaires⁴⁵.

Les conflits d'intérêts sont inhérents à la plupart des structures d'OPC. C'est le gestionnaire qui exerce la gestion et le contrôle de l'OPC, alors que c'est l'épargnant qui en est propriétaire. Il est donc possible que les intérêts des épargnants divergent de ceux du gestionnaire de l'OPC. La possibilité que les intérêts personnels des gestionnaires d'OPC entrent en conflit avec les intérêts des épargnants est exacerbée par le déséquilibre entre les pouvoirs des gestionnaires d'OPC et ceux des consommateurs financiers. En réalité, la réglementation abondante n'est qu'une mesure de protection et un moyen d'atténuer les risques inhérents à la structure des OPC; elle n'élimine toutefois pas ces risques, tout comme le code de la sécurité routière qui ne peut empêcher quelqu'un, quelque part, de dépasser les limites de vitesse. Les risques inhérents à un mécanisme d'indemnisation des épargnants applicable aux courtiers en épargne collective sont tributaires de ces arrangements organisationnels et juridiques particuliers.

4.3 Les principes sur lesquels repose l'établissement du FISF

L'impulsion qui a mené à la création du FISF était fondée sur une vision de l'évolution de la structure du secteur financier québécois qui n'est plus celle qui prévaut dans ce domaine. Il est utile de retracer son origine et de mettre en contraste la réalité actuelle et les hypothèses sous-jacentes à l'époque.

Depuis la publication, en 1962, du « rapport Parizeau » sur la réglementation du secteur financier au Québec, les politiques gouvernementales ont eu pour leitmotiv de promouvoir l'abolition des barrières entre les différents segments du secteur. Afin de maximiser les avantages économiques du décloisonnement, le Québec a adopté la *Loi sur les intermédiaires du marché* en 1989, qui a été remplacée par la *Loi sur la distribution de produits et services financiers* (« loi DPSF ») en 1999. Cette loi a levé les barrières à l'établissement d'entreprises de distribution de produits et de services financiers multisectorielles, y compris l'épargne fondée sur l'assurance et les titres d'OPC (par l'intermédiaire de cabinets). La surveillance du placement

⁴³ Règlement 81-102 concernant les organismes de placement collectif, para. 4.4 (C.V.-1.1, r. 39).

⁴⁴ Règlement 81-107 concernant les comités de révision indépendant pour les fonds de placement (C.V-1.1, r.43).

⁴⁵ Règlement 81-102 concernant les organismes de placement collectif, para. 6.2 et 6.3. Voir également Partie 6 « La garde de l'actif du portefeuille » (C.V-1.1, r.39).

des titres d'OPC a été transférée de la Commission des valeurs mobilières du Québec à un organisme nouvellement créé, le Bureau des services financiers (« BSF »). En fait, l'hypothèse était que la réglementation du placement de titres et de la distribution de produits d'assurance serait fusionnée graduellement au sein d'un régime unique. C'est dans ce contexte que le FISF a été créé. La loi DPSF a créé un mécanisme d'indemnisation tout à fait nouveau, distinct du FCPE, auquel les courtiers en valeurs mobilières doivent obligatoirement adhérer.

La mise en œuvre de cette réforme a créé ses propres problèmes qui ont été documentés dans le « rapport Martineau » de 2001, qui recommandait une profonde réforme ancrée sur un organisme de réglementation multisectoriel, l'AMF. La volonté de refondre les règlements applicables à la distribution de produits financier était réitérée. Il n'a été guère question, à cette époque, de la pertinence, de la conception et de la portée de couverture des mécanismes d'indemnisation qui existaient à ce moment-là, sauf pour ce qui est de la recommandation générale de les fusionner en un patrimoine d'affectation unique géré directement par l'AMF. En 2002, la vision d'intégration proposée par le « rapport Martineau » a été intégrée à la loi qui a créé l'AMF.

Peu de temps après, cette vision centrée sur le Québec a été écartée en faveur de l'initiative en matière de réglementation des valeurs mobilières pancanadienne que les ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières ont proposée en septembre 2004. Cette initiative visait l'adoption d'un cadre de réglementation des valeurs mobilières entièrement harmonisé au Canada, qui permettrait d'établir un régime de passeport. En 2009, le Québec pris une première mesure décisive contraire à la vision intellectuelle qui sous-tend l'approche actuelle en réintégrant les segments des OPC et des contrats de placement de la loi DPSF à la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec). À toutes fins pratiques, le régime de passeport applicable aux OPC a été mis en œuvre et la réglementation a été harmonisée dans l'ensemble du Canada (sauf pour la délégation des activités de réglementation, les exigences en matière d'assurance et les mécanismes d'indemnisation des épargnants au Québec).

En résumé, l'orientation initiale des politiques visait une consolidation de la réglementation applicable à la distribution des produits et services financiers par les différents segments du secteur financier dans la province. La suite des événements a vu les efforts d'harmonisation prendre une dimension pancanadienne axée sur le secteur des valeurs mobilières et les marchés des capitaux (y compris les produits dérivés financiers). En effet, les efforts, qui participaient auparavant d'une approche horizontale centrée sur la distribution de produits financiers dans la province, ont été redéployés vers l'harmonisation à l'échelle canadienne de la réglementation des valeurs mobilières, compris dans son sens large. Les exigences en matière de couverture d'assurance et la conception du mécanisme d'indemnisation des épargnants applicable aux courtiers en épargne collective devraient tenir compte de cette réalité, et non demeurer prisonnières d'une vision lointaine et périmée.

Au Québec, les courtiers en épargne collective doivent s'assurer que tous leurs représentants, qu'il s'agisse d'employés ou non, sont couverts par une assurance de la responsabilité professionnelle qui couvre les assurés (représentants inscrits) contre certaines conséquences monétaires découlant de la responsabilité civile qu'ils sont susceptibles d'engager en cas

d'erreurs, de fautes, de négligence ou d'omissions professionnelles commises dans l'exécution de leurs fonctions. Selon l'AMF, cette assurance protège le client des conséquences monétaires éventuelles en question et protège ainsi les assurés contre les risques d'insolvabilité résultant d'une réclamation.

L'assurance de la responsabilité professionnelle ne couvre pas la fraude, le détournement de fonds ou d'autres manœuvres frauduleuses visant à voler l'argent ou les avoirs des consommateurs financiers. La valeur des avoirs volés peut être relativement élevée. La première règle de la réglementation axée sur la prudence est de protéger la suffisance du capital de l'entreprise inscrite. Cette obligation de souscrire une assurance imposée par l'AMF ne suffit pas, d'autant plus que le coût net d'une fraude est souvent considérable. Les données de la Securities Investor Protection Corporation (la « SIPC ») sont révélatrices : les fraudes sont la cause d'environ 55 % des liquidations d'entreprises auxquelles celle-ci a dû procéder et ces liquidations comptent pour plus de 81 % des coûts totaux qu'elle a engagés dans toutes les affaires qu'elle a résolues.

La question n'est pas que l'assurance de la responsabilité professionnelle n'est pas importante, mais plutôt, tout simplement, que cette assurance ne couvre pas les fraudes. En règle générale, au Canada, les entreprises de services financiers maintiennent une couverture d'assurance « erreurs et omissions » en plus de l'assurance contre les détournements qui couvre la fraude et les autres actes malhonnêtes commis par leurs employés.

L'affirmation maintes fois répétée, dans le *Guide de référence* de l'AMF publié dans le cadre de cette consultation, que « l'assurance de la responsabilité professionnelle n'offre pas de couverture en cas de fraude » est valable. Toutefois, ce n'est manifestement pas le cas lorsqu'il s'agit de fraudes commises par un employé ou un agent d'une entreprise couverte par une assurance contre les détournements. Bien que les consommateurs financiers et les tierces parties ayant des droits de subrogation doivent conclure un règlement avec l'entreprise de services financiers ayant souscrit l'assurance contre les détournements ou obtenir un jugement afin d'être indemnisés, ils sont néanmoins protégés. De même, un mécanisme d'indemnisation qui a versé une avance sur une réclamation d'un épargnant aura plus de chance de réaliser un recouvrement en cas d'insolvabilité de l'entreprise.

Il n'y a aucune raison valable de ne pas exiger, en tant que condition d'inscription, que tous les courtiers en épargne collective maintiennent une assurance contre les détournements. Le règlement 31-103 impose à tous les courtiers en épargne collective inscrits au Canada, sauf au Québec, l'obligation de maintenir une telle assurance. L'annexe A du règlement ne comporte aucune ambiguïté quant à son intention et à son objet : « Cette exigence couvre toute perte résultant d'un acte malhonnête ou frauduleux commis par un salarié ». L'AMF accepte cette conclusion dans le cas des courtiers en valeurs mobilières qui sont tenus de maintenir une assurance-cautionnement. Pourquoi ce mécanisme de protection efficace (ou la protection d'une assurance contre les détournements équivalente) ne serait-il pas adopté pour les courtiers en épargne collective du Québec?

La réglementation de l'AMF, qui exige que les représentants des courtiers en épargne collective souscrivent une assurance de la responsabilité professionnelle au lieu d'exiger que les courtiers souscrivent une assurance contre les détournements n'est pas très efficace comme mécanisme de protection des clients et, à certains égards, va tout à fait à l'encontre du but visé. Comme il est indiqué ci-dessus, les sociétés sont en mesure de souscrire des assurances contre certains risques, comme une assurance « erreurs et omissions » et « administrateurs et dirigeants » et d'autres types d'assurance responsabilité, y compris l'assurance contre les détournements qui couvre les pertes résultant de fraudes ou d'appropriations illicites d'avoirs de clients par leurs employés ou leurs agents. C'est l'approche qui prévaut ailleurs, notamment dans les autres provinces canadiennes, où l'assurance contre les détournements constitue une exigence du règlement 31-103. C'est également la règle aux États-Unis, où les courtiers membres de la SIPC doivent maintenir une assurance globale contre les détournements qui couvre les pertes sans clause limitative de couverture⁴⁶. Fait révélateur, la directive 2004/39/CE de la Commission européenne sur les marchés d'instruments financiers prévoit que, si des conseillers en placement souscrivent une assurance-cautionnement adéquate, ils peuvent être dispensés de certaines exigences en matière de suffisance du capital prévues par la réglementation qui s'appliqueraient normalement à eux. Par conséquent, l'assurance est considérée dans l'Union européenne comme un substitut efficace à certaines exigences en matière de suffisance du capital imposées aux entreprises.

4.4 Comparaison des résultats du FISF à ceux d'autres mécanismes d'indemnisation des épargnants

Les coûts financiers engagés par les quatre mécanismes d'indemnisation des épargnants nord-américains que nous avons analysés afin de couvrir les pertes résultant de l'insolvabilité ou d'actes frauduleux de courtiers en valeurs mobilières ou en épargne collective sont des données utiles pour évaluer les résultats obtenus par le FISF.

- Depuis la création de la SIPC en 1971, la valeur totale des avoirs rendus aux clients de courtiers en valeurs mobilières américains ayant fait faillite s'élève à 109,3 G\$. Les sommes recouvrées sur l'actif de ces courtiers ont totalisé 108,2 G\$. Les paiements nets effectués par la SIPC de 1971 à 2010 ont atteint 1,6 G\$ (composé d'indemnités de 1,1 G\$ et des frais d'administration de 0,5 G\$). Le coût net, pour la SIPC, représente 1,46 % des distributions totales des avoirs financiers rendus à ces clients. En raison des limites de protection prévues par la SIPC, certaines réclamations n'ont pas été réglées entièrement. Il s'agit d'une minorité de cas : 351 créances sur 625 100, dont la tranche non réglée est évaluée à 47,2 M\$.

⁴⁶ Financial Industry Regulatory Authority, FINRA Rules, « 4360. Fidelity Bonds ».

- Les coûts totaux engagés par le FCPE depuis son établissement en 1969 afin de régler les réclamations et d'acquitter les frais connexes se sont élevés à 33,3 M\$, déduction faite des sommes recouvrées. Les courtiers en valeurs mobilières du Québec n'ont compté que pour 1,35 % de ces coûts nets totaux⁴⁷.
- La CPI a commencé à offrir une protection le 1^{er} juillet 2005. Depuis cette date, elle a dû intervenir à la suite de l'insolvabilité de trois courtiers en épargne collective⁴⁸. Les coûts nets totaux, pour la CPI, des indemnités versées aux consommateurs financiers lésés sont inférieurs à 100 000 \$. Dans la plupart des cas, les comptes des clients ont été transférés sans délai à un autre courtier et aucune réclamation n'a été présentée à la CPI en conséquence.
- Depuis 1999, le FISF a versé une somme nette de 45,8 M\$ sous forme d'indemnités à 1 399 réclamants admissibles⁴⁹. Le montant total des sommes recouvrées s'est élevé à 3,0 M\$, soit 6,1 % des sommes versées. Pendant la période allant de 2004 à 2010, 75 % des réclamations admissibles se rapportaient au placement de titres d'OPC; les indemnités versées dans le cadre de ces réclamations se sont chiffrées à 37,8 M\$, soit 82,5 % du montant total des indemnités versées par le FISF, chiffre auquel il faut ajouter la somme de 20 M\$ versée par l'AMF dans le cadre du règlement à l'amiable d'un recours collectif présenté par des épargnants lésés dans l'affaire Norbourg.

4.4.1 Commentaires et observations

- Les activités des courtiers en valeurs mobilières sont, de par leur nature, plus risquées que celles des courtiers en épargne collective. Les premiers consentent des prêts sur marge et font des opérations de courtage pour leur propre compte dans le cours normal de leurs activités, tandis qu'il est interdit aux deuxièmes de le faire.

L'ACFM classe ses 132 membres dans quatre catégories. Seulement 36 courtiers en épargne collective de niveau 4 sont autorisés à détenir des avoirs de clients, autres que des espèces, à titre de prête-noms. On estime qu'environ 84 % des avoirs des

⁴⁷ Le FCPE ne déclare pas la valeur des sommes recouvrées pendant toute la période allant de 1969 à 2010. Les états financiers indiquent que ces sommes, pour 2009 et 2010 seulement, se sont chiffrées à 3,2 M\$, soit 9,6 % des sorties de fonds nettes totales du Fonds depuis sa création.

⁴⁸ La CPI a déclaré un cas d'insolvabilité (Québec) en 2007 et en 2008 et deux cas d'insolvabilité (Ontario) en 2008 et en 2009 (c'est-à-dire Farm Mutual et ASL Direct) et n'en a déclaré aucun pendant les exercices 2009-2010 et 2010-2011 (source : rapports annuels). La CPI ne déclare pas sous forme condensée les indemnités versées à des consommateurs financiers lésés par des courtiers en épargne collective depuis sa création. La CPI déclare des coûts nets de 63 300 \$ pour ASL Direct. Dans les autres cas, aucune réclamation n'a été présentée à la CPI.

⁴⁹ Cette somme ne comprend pas la tranche de 20 M\$ des 55 M\$ du règlement à l'amiable du recours collectif que l'AMF a versée aux consommateurs financiers de Norbourg que le FISF avait refusé d'indemniser sous prétexte que leurs réclamations n'étaient pas admissibles selon les règles du mécanisme. L'AMF considère que cette somme est un règlement et non une indemnité et, par conséquent, elle ne l'a pas imputée au FISF. « Cette somme de 55 millions, ajoutée aux indemnités déjà versées par le Fonds d'indemnisation des services financiers de l'Autorité des marchés financiers de même qu'aux sommes réalisées par les syndicats et le liquidateur dans l'affaire Norbourg et aux sommes retournées par Revenu Québec, assurera la récupération et la distribution, à toutes fins pratiques, de la totalité des fonds qui ont été volés aux victimes de l'affaire Norbourg. » (AMF – Janvier 2011)

clients de courtiers en épargne collective placés dans des OPC sont détenus par les OPC au nom du client. Par conséquent, en cas de faillite et en l'absence de fraude, le transfert du compte du client à un courtier en épargne collective en règle est une opération relativement simple

Dans ce contexte, les coûts considérablement plus élevés que le FISF a engagés depuis 1999 (37,8 M \$ plus 20 M \$) afin d'indemniser les consommateurs financiers lésés par les actes frauduleux de courtiers en épargne collective, comparativement à l'ensemble des coûts nets de 33,3 M\$ engagés par le FCPE (qui fonctionne à l'échelle du Canada et est exposé à des activités beaucoup plus vastes et complexes) et au coût net total de 100 000 \$ payé par la CPI depuis 2005 (au Canada, mais pas au Québec), soulèvent de sérieuses questions quant aux facteurs sous-jacents qui donnent lieu à un fardeau si différent.

- L'AMF déclare que les sommes recouvrées par le FISF auprès de personnes ou de courtiers inscrits en défaut (ou sur l'actif d'entreprises insolubles) représentent 6,1 % des indemnités versées. Dans le cas du FCPE, les sommes recouvrées en 2009 et en 2010 seulement représentent environ 9,6 % des indemnités totales versées depuis 1969.
- La suffisance du capital des entreprises de services financiers est la mesure de protection la plus importante pour prévenir la dilapidation et le vol des avoirs des clients. Aux États-Unis, la faillite de Lehman Brothers Inc., la plus grande liquidation de l'histoire de la SIPC, était attribuable à la précarité de cette entreprise lourdement endettée.⁵⁰ Fait intéressant à noter, après l'adoption des règles de responsabilité financière en 2009, aucun nouveau cas d'insolvabilité n'a été confié à la SIPC en 2009 et en 2010⁵¹. Au Canada, le dernier cas d'insolvabilité d'une maison de courtage dans lequel le FCPE est intervenu date de 2002.

En ce qui a trait aux courtiers en épargne collective, il faut insister fortement sur la conformité financière afin d'assurer que les règles relatives à la séparation des avoirs du client sont dûment respectées et que les comptes des gestionnaires d'OPC correspondent à ceux du dépositaire. De même, il importe d'insister sur la conformité au chapitre des ventes, particulièrement en ce qui concerne les activités commerciales non autorisées et les méthodes de vente abusives. En Amérique du Nord et en Europe, l'expérience a démontré que les gestionnaires et les courtiers sont généralement à l'origine des fraudes et des irrégularités relatives aux OPC, et non les dépositaires, agents des transferts ou agents chargés de la tenue des registres.

⁵⁰ Au 31 décembre 2010, le fiduciaire avait établi le montant des créances à 180 G\$. On a dit que les consommateurs financiers et les épargnants s'étaient sortis indemnes de cette faillite, dont la cause principale était liée aux positions des contreparties dans le cadre d'opérations sur instruments dérivés.

⁵¹ La défaillance de MF Global en novembre 2011 a mis un terme brutal à cette période d'accalmie, témoignant des risques que comportent les opérations sur contrats à terme et instruments dérivés financiers que les courtiers effectuent pour leur propre compte.

- Contrairement aux autres mécanismes d'indemnisation des épargnants canadiens, le FISF n'est pas reconnu à titre d'*organisme d'indemnisation des clients* en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*.

V. DES MESURES POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES CONSOMMATEURS DU SECTEUR DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE AU QUÉBEC

Les entreprises financières qui connaissent le succès à long terme sont fermement convaincues qu'elles doivent respecter en tout temps les normes d'intégrité et de rendement les plus rigoureuses et être animées par une volonté authentique de répondre aux besoins et aux intérêts des particuliers qui leur confient leurs économies. Elles n'ont que du mépris pour les entreprises ou les particuliers qui utilisent des pratiques abusives, qui trompent les épargnants en leur proposant des placements inappropriés ou fictifs ou, pire encore, qui les escroquent ou détournent leurs fonds.

Les consommateurs financiers sont exposés à un vaste éventail de risques lorsqu'ils confient leurs épargnes à une entreprise de services financiers et les chargent d'effectuer des placements pour leur compte. Un lourd appareillage réglementaire et des mécanismes puissants ont été instaurés afin de les protéger contre ces risques. De telles mesures sont prescrites par la réglementation (p. ex., les règles de prudence, les exigences en matière de séparation des fonds, les règles de conduite, la supervision et l'application) ou découlent de mécanismes institutionnels (p. ex., le capital économique des entreprises de placement, la réputation des entreprises ou les assurances privées). Le postulat de base est qu'il vaut beaucoup mieux éviter que les consommateurs financiers soient lésés que d'avoir à les indemniser une fois que le mal est fait. Nos recommandations reposent sur cette vérité toute simple, mais fondamentale.

Les ressources accaparées par les mécanismes d'indemnisation des épargnants dépendent de la qualité de l'encadrement réglementaire et de l'efficacité de sa mise en œuvre par tous les participants. Manifestement, les deux éléments sont inversement proportionnels. Toutefois, l'expérience nous indique que, dans certains cas, ces mesures réglementaires ne suffisent pas à la tâche et les épargnants auraient subi de lourdes pertes si aucun mécanisme d'indemnisation n'avait existé. Les mécanismes d'indemnisation des épargnants mis en place dans toutes les juridictions qui bénéficient de marchés financiers établis jouent par conséquent un rôle complémentaire important comme dernier recours pour les consommateurs financiers.

Dans toutes les juridictions, les mécanismes d'indemnisation des épargnants procurent une protection non négligeable contre le risque que, en cas de défaut, une entreprise de services financiers ne soit pas en mesure de rendre aux épargnants les fonds ou les instruments de placement qui leur appartiennent. Dans de telles circonstances, les mécanismes protègent les avoirs des épargnants contre le risque de vol, de détournement de fonds ou d'autres formes d'appropriation frauduleuse. Ils offrent également une protection lorsque la perte des avoirs d'un consommateur en cas d'insolvabilité d'une entreprise résulte d'une erreur non intentionnelle, d'une négligence ou de lacunes dans les systèmes et les contrôles de l'entreprise. À notre avis, à ces égards, le FISF n'est pas à la hauteur.

Nous croyons à la nécessité d'un régime réglementaire exigeant tant en regard des règles de prudence que des règles de conduite. Toutefois, un tel régime ne peut être efficace que s'il remplit les conditions suivantes :

- Il doit donner beaucoup plus de poids aux mesures *a priori* qu'aux mesures correctives *a posteriori*. Il s'agit avant tout d'éviter que les consommateurs financiers soient lésés, et non de se satisfaire de punir les actes répréhensibles une fois que ceux-ci ont été commis.
- Il doit être au diapason des caractéristiques et de la dynamique du nouvel environnement démographique et du secteur.
- Il doit tenir pleinement compte des régimes de réglementation et des approches qui ont cours dans d'autres juridictions et puiser dans les expériences et les leçons qui ont pu en être tirées au fil du temps.

5.1 La promotion active des pratiques exemplaires au sein du secteur financier

En ce qui a trait à la protection des consommateurs financiers, en particulier les épargnants plus âgés, l'AMF devrait se concentrer sur la promotion de pratiques exemplaires en matière de conformité, de supervision et des autres pratiques auxquelles ont recours les entreprises de services financiers dans la prestation de leurs services à ces consommateurs.⁵²

À cet effet, l'une des initiatives proactives que l'AMF pourrait prendre serait de tenir une conférence annuelle dans le cadre duquel des dirigeants d'entreprises de services financiers et d'organismes de réglementation d'ici et d'ailleurs, ainsi que des chercheurs spécialisés, seraient invités à partager leurs connaissances et leurs pratiques en matière de services aux consommateurs financiers.

Par exemple, une conférence axée sur les consommateurs financiers plus âgés pourrait traiter des questions importantes suivantes en matière d'administration et de conformité :

- La façon dont les entreprises mettent en place des mécanismes de surveillance et de conformité en vue de répondre aux besoins particuliers des épargnants plus âgés.
- La formation des employés de l'entreprise sur des questions propres aux personnes âgées (c'est-à-dire savoir reconnaître les signes d'affaiblissement des facultés et d'exploitation financière des personnes âgées par des parents ou d'autres personnes dites de confiance).
- Les communications avec les épargnants plus âgés.

⁵² Le Rapport du Groupe de travail pour la protection des personnes vulnérables publié en octobre 2011 constitue un apport utile de l'AMF aux vastes efforts qui sont requis pour améliorer la protection des personnes vulnérables qui ont besoin d'assistance dans la gestion de leurs biens.

- La publicité et le marketing qui s'adressent aux épargnants plus âgés.
- Les processus internes pour soumettre aux échelons supérieurs les questions soulevées par des épargnants.
- Le caractère approprié des placements.
- L'établissement de restrictions fondées sur l'âge relativement à certains produits ou certaines caractéristiques de produits.
- Les pratiques en matière de supervision, de surveillance et de conformité axées sur la gestion des comptes de personnes âgées.

Les leçons et les conclusions qui seraient tirées de ces conférences, auxquelles s'ajouteraient des renseignements supplémentaires recueillis auprès d'entreprises et tirés du travail d'autres organismes de réglementation et d'instituts de recherche qui étudient ces questions, pourraient être résumées dans un rapport visant à fournir des renseignements sur les pratiques exemplaires, une description des mesures précises et concrètes adoptées par les entreprises et des suggestions ayant trait à la prestation de services aux consommateurs financiers, en particulier les épargnants plus âgés.

À cet égard, nous félicitons l'AMF pour avoir fait preuve de leadership dans le contrôle de l'utilisation des titres et des désignations professionnels à consonance « spécialistes des placements de personnes âgées » au Québec. Les conclusions auxquelles est parvenu le groupe de travail de la North American Administration Association (la « NASAA ») et les observations qui figurent dans le Rapport annuel consolidé sur la conformité pour 2011 de l'OCRCVM mettent en évidence les questions relatives à l'emploi imprudent et sans surveillance de tels titres qui visent à donner l'impression qu'une personne possède des compétences particulières relatives aux conseils en placement à des personnes âgées et à inciter ces consommateurs financiers à croire que le représentant est la personne la plus apte à les conseiller. La recommandation des deux organismes stipulant que des règles précises doivent être adoptées afin de prévenir de tels abus a déjà été mise en œuvre, avec succès, par l'AMF.

5.2 Harnacher le plein potentiel des flux d'information

Les organismes de réglementation privés et publics sont désavantagés pour ce qui est de l'accès aux flux d'information formelle et informelle, en particulier lorsqu'il s'agit de décoder les fragments d'information informelle qui circulent dans un secteur. La nécessité de préserver leur indépendance par rapport aux participants et la fragmentation du secteur sont les facteurs structurels principaux qui contribuent à cette situation.

De nombreuses autorités nord-américaines ont adopté des programmes de dénonciation en vue de combler cette lacune. En règle générale, un dénonciateur est une personne qui, seule ou avec d'autres personnes, fournit volontairement aux organismes de réglementation des renseignements ayant trait à une violation possible des lois sur les valeurs mobilières, y compris des règles ou des règlements y afférents, qui est survenue, est en cours ou est imminente. Aux

États-Unis, le dénonciateur peut signaler des violations possibles à la SEC sous le couvert de l'anonymat, mais il doit pour ce faire être représenté par un avocat.

La loi Dodd-Frank comporte des dispositions destinées à rendre le programme de dénonciation plus efficace dans le but de permettre une application plus rigoureuse de la réglementation sur les valeurs mobilières. Conformément à cette loi, la SEC a adopté, le 25 mai 2011, des règles en matière de dénonciation qui établissent les normes et les méthodes qu'elle appliquera pour octroyer des indemnités monétaires aux dénonciateurs qui lui ont fait part de violations possibles de la législation sur les valeurs mobilières qui lui ont ainsi permis de prendre avec succès des mesures d'application de la loi. Ces règles établissent des paramètres pour la protection des dénonciateurs en vertu des dispositions antireprésailles prévues par la loi Dodd-Frank. L'admissibilité à une indemnité aux termes des règles en matière de dénonciation peut se résumer comme suit : a) le dénonciateur b) qui fournit volontairement à la SEC c) des renseignements originaux d) qui permettent à la SEC de prendre des mesures d'application de la loi à l'issue desquelles des sanctions monétaires de plus de 1 M\$ sont imposées e) est admissible à une indemnité allant de 10 % à 30 % de la somme recouvrée, jusqu'à concurrence de 2 M\$.

Au Canada, le FCPE a adopté un programme de dénonciation en vue d'encourager le signalement de questions de comptabilité ou de vérification discutables touchant des courtiers en valeurs mobilières. L'OCRCVM a également un service de dénonciation qui « ... a été établi afin de recevoir et d'évaluer des renseignements de première main ou des preuves tangibles de fautes systémiques, de fraudes ou de manquements déontologiques possibles de la part d'individus ou de sociétés du secteur des valeurs mobilières, et de prendre en conséquence des mesures rapides et efficaces⁵³. » La première personne avec qui les utilisateurs du service de dénonciation communiquent est un cadre chargé de l'évaluation des dossiers qui effectue une évaluation initiale, après quoi les dénonciateurs peuvent traiter directement avec un membre de l'équipe du service de dénonciation de l'OCRCVM, qui se compose de trois cadres supérieurs.

Les programmes de dénonciation se sont révélés un bon moyen de canaliser l'apport d'un vaste éventail de particuliers qui interagissent avec des entreprises de services financiers, inscrites ou illicites, et obtiennent ainsi des renseignements précieux qui ne sont pas nécessairement connus des organismes de réglementation. C'est un fait indiscutable que les professionnels du secteur et les épargnants prudents sont plus susceptibles de se rendre compte d'activités inhabituelles et d'être les premiers à percevoir les signaux d'alarme les plus courants qui sont des indices d'activités frauduleuses éventuelles : une personne physique ou morale fait miroiter des rendements constamment élevés même en période de repli des marchés, ne divulgue pas l'existence de membres de son groupe ou donne des informations trompeuses au sujet d'ententes de garde ou de dépôt.

En plus de son programme d'assistance dans le traitement des plaintes, l'AMF gère les situations où quiconque peut lui faire part d'activités suspectes. Les modifications récentes à la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, qui déchargent de toute responsabilité civile les

⁵³ Avis de l'OCRCVM, « L'OCRCVM annonce la création du Service de dénonciation », 25 mai 2009.

dénonciateurs qui signalent des activités suspectes de bonne foi, sont essentielles au succès de tels programmes⁵⁴.

En Ontario, le Groupe consultatif des investisseurs de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario recommande, dans son rapport annuel de 2011, la mise sur pied d'un programme de dénonciation qui comporterait des mécanismes de protection et des indemnités à l'intention des personnes qui signalent des violations de la législation sur les valeurs mobilières à la Commission. Le président de la CVMO a indiqué que la Commission avait entrepris l'étude d'un tel programme.

L'enjeu crucial auquel sont confrontés les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens est de décider si un programme de dénonciation devrait être conçu comme un programme de primes. La nécessité d'évaluer les régimes actuels à la lumière des faits qui sont survenus aux États-Unis à la suite de l'adoption de la loi Dodd-Frank est évidente. On ne peut faire abstraction de la remarque de la présidente de la SEC, selon laquelle l'adoption des nouvelles règles concernant le programme de dénonciation et la facilité d'accès à celui-ci que permet le site Web de la SEC ont permis d'améliorer considérablement la qualité des renseignements que la SEC reçoit et ont généré un certain nombre de causes qui sont en cours de règlement.⁵⁵ Dans l'Union européenne, cette démarche est également à l'étude dans le cadre de l'examen en cours de la MiFID.

Nous sommes pleinement conscients des problèmes d'éthique que soulève le recours par l'État à des informateurs payés pour assurer le respect de la loi. Les programmes de primes soulèvent également des questions d'ordre pratique, comme le risque qu'ils minent l'intégrité et l'efficacité des systèmes internes de présentation de l'information et de conformité des émetteurs et des entreprises de services financiers inscrites. Nous incitons donc à la prudence et estimons qu'une démarche graduelle dans la mise en application d'un tel programme s'imposerait. L'une des premières mesures que l'AMF pourrait envisager est la mise sur pied d'un programme de primes qui s'appliquerait dans les cas où les renseignements obtenus permettraient de démasquer des particuliers ou des entreprises qui fournissent des services financiers, ou qui en font la promotion, sans être dûment inscrites. Pensons ici, par exemple, à l'escroquerie Earl Jones, qui a causé énormément de préjudices aux épargnants, d'autant plus que les pertes de ces derniers n'étaient pas couvertes par le FISF.

L'AMF devrait également examiner l'opportunité d'adopter des mesures législatives ayant pour effet d'augmenter les amendes et sanctions financières imposées aux personnes physiques ou morales qui « vendent » aux consommateurs financiers des produits financiers dont la valeur est « douteuse » sans être inscrits ainsi que les mérites d'un mécanisme tel que les « fonds compensatoires » pour indemniser les consommateurs financiers qui ont été floués par de telles escroqueries.

⁵⁴ *Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant le secteur financier*, S.Q. 2011, c.26, chapitre 4.

⁵⁵ Mary Shapiro, « Comments », Stanford Center for Longevity – FINRA Investor Education Foundation Conference, Washington, D.C., novembre 2011.

5.3 Réglementation fondée sur des données empiriques

Le Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance (le « FESG ») est un projet important de l'AMF qui améliore notre connaissance des aspects clés du secteur financier et des nombreuses facettes de son interaction avec l'économie et les épargnants. Nous estimons qu'il serait fort utile de consacrer des fonds à la réalisation d'études sociologiques portant sur les fraudes financières tant sur le plan des caractéristiques, des motivations et du comportement des professionnels qui exercent des activités frauduleuses ou les tolèrent que sur le plan des consommateurs financiers vulnérables aux escroqueries financières.

Un programme efficace visant à réduire l'incidence de la fraude dans le placement ou la distribution de produits financiers, ainsi que l'adoption de règlements connexes, est plus susceptible de donner des résultats tangibles et sentis s'il est fondé sur un ensemble rigoureux de données empiriques. Par exemple, les constatations des études empiriques relatives à « la fraude envers les aînés » vont à l'encontre des idées reçues. Les personnes plus âgées sont ciblées simplement parce qu'elles ont souvent plus d'argent – pas nécessairement parce qu'elles sont fragiles et sans défense. Loin d'être moins avisées sur le plan financier, elles le sont souvent davantage de par les relations de confiance qu'elles entretiennent avec des institutions et des conseillers financiers. Elles n'ont pas moins de connaissances financières. En fait, les victimes comptent habituellement dans leur rang des médecins, des avocats et des cadres. Cela ne signifie pas que les programmes visant à faire prendre conscience des dangers d'abus financiers envers les aînés, comme le programme conjoint de l'AMF et de l'Association québécoise pour la défense des personnes retraitées et préretraitées, ne sont pas importants. Au contraire. Toutefois, ils n'offrent pas de guide à la formulation d'une politique bien conçue, tant par son objet que les moyens déployés.

Les fabricants de produits de consommation et les entreprises de services qui connaissent du succès font appel à un grand nombre d'études universitaires, de sondages et de tests pour s'assurer que leurs produits répondent aux attentes des clients et que leurs communications atteignent leur cible. La même discipline rigoureuse devrait s'appliquer aux politiques que les organismes de réglementation adoptent et aux mesures qu'ils prennent en vue de protéger les consommateurs financiers contre les actes malveillants et frauduleux.

L'AMF a la possibilité de faire appel à des universitaires compétents des universités du Québec dans les domaines de la criminologie, de la sociologie et de la psychologie en vue d'aborder les problèmes sous un angle et avec des outils auxquels, jusqu'à maintenant, on n'a pas vraiment eu recours pour concevoir des politiques et des règlements en matière de prévention de la fraude. L'AMF devrait en faire un des principaux volets de recherche pour le FESG.

5.4 Obligation d'obtenir une assurance contre les détournements

Les courtiers et les conseillers en valeurs mobilières ainsi que les gestionnaires d'OPC sont tenus de souscrire une assurance contre les détournements pour se protéger des pertes subies par l'entreprise (c'est-à-dire les consommateurs financiers) en raison d'une fraude ou d'un acte

illégal commis par l'un de leurs employés ou agents. Cette assurance est requise par le règlement 31-103, auquel l'AMF souscrit.

Nous estimons que la dispense de cette obligation d'obtenir une assurance contre les détournements applicable aux courtiers en épargne collective n'est pas justifiée. L'absence d'une telle assurance fragilise considérablement la protection des consommateurs financiers québécois, prive l'AMF d'un outil utile pour la surveillance de l'intégrité financière et des pratiques commerciales des entreprises inscrites, rend plus difficile l'adoption de mécanismes qui inciteraient davantage les entreprises à assumer la responsabilité qui leur incombe d'appliquer des règles de conduite et des pratiques saines au sein de leur entreprise et accroît inutilement le fardeau financier du FIFS et des membres du secteur de l'épargne collective qui respectent les règles. L'examen des divers mécanismes qui pourraient être adoptés en vue de faciliter le règlement équitable et en temps utile des réclamations des consommateurs financiers met en évidence les limites de l'approche actuelle.

Certains prétendent que l'avantage de l'approche actuelle au Québec est que, dans les cas où les critères d'admissibilité sont remplis, le réclamant a droit à une indemnité du FIFS, sans égard à la situation financière de l'entreprise fautive. Après avoir versé l'indemnité, le FIFS tente de recouvrer ses coûts en exerçant ses droits de subrogation contre toutes les personnes inscrites considérées comme fautives.

Nous estimons, au contraire, que cette approche est malavisée. En premier lieu, elle sape le principe de base selon lequel les sociétés doivent être tenues responsables des erreurs, des omissions, des fautes professionnelles et des actes frauduleux commis par leurs employés dans le cours des affaires. En deuxième lieu, si les courtiers en épargne collective souscrivaient une assurance contre les détournements à l'égard des fraudes commises par leurs employés, le FIFS n'aurait pas à verser des indemnités dans de telles circonstances et, s'il devait en verser à la suite de la faillite de l'entreprise, il serait assuré de recouvrer ses « avances », sans égard à la situation financière de l'entreprise fautive.

L'argument selon lequel les petits courtiers en épargne collective ne peuvent se permettre, financièrement, de souscrire et de maintenir une assurance détournement et vol laisse songeur. L'ACFM compte 53 membres (sur 132) qui ont à leur service au plus dix personnes autorisées. Ces entreprises sont couvertes par l'assurance contre les détournements. De même, tous les courtiers membres de l'OCRCVM sont tenus de maintenir une assurance contre les détournements. Cette exigence n'a pas empêché l'émergence de courtiers remisiers qui sont généralement de très petites entreprises. Pourquoi les courtiers en épargne collective du Québec ne pourraient-ils souscrire une telle assurance? Dans son mémoire de décembre 2010 qu'elle a présenté à l'AMF en réponse à la consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective avec le régime en vigueur dans le reste du Canada, la Chambre de la sécurité financière s'est opposée aux propositions de l'AMF au motif que cela favoriserait les grandes maisons de courtage et que les consommateurs du secteur

financier seraient pénalisés par un régime discriminatoire envers une certaine catégorie de courtiers⁵⁶.

Nous sommes d'accord qu'une politique discriminatoire n'est pas une bonne politique. Toutefois, cet axiome n'est pas unidirectionnel. Une politique qui fait de la discrimination contre les entreprises financièrement solides en les empêchant d'acquérir et de mettre en œuvre un mécanisme de protection des épargnants beaucoup plus efficace parce que des entreprises fragiles pourraient ne pas y avoir accès n'est pas une position sérieuse. Les avantages pour tous, qu'il s'agisse des consommateurs financiers, des entreprises, de l'AMF ou du gouvernement, sont trop importants pour être simplement rejetés pour des raisons spécieuses.

De surcroît, si l'on considère qu'il est important pour le gouvernement d'inciter de petits courtiers à entrer sur le marché avec une capitalisation restreinte, il existe des solutions pour corriger la situation. Par exemple, l'AMF pourrait établir un programme d'assurance contre les détournements et les vols complémentaire pour les entreprises qui sont incapables d'assurer leurs activités sur le marché de l'assurance. Les entreprises qui se prévaudraient de ce programme verseraient des primes correspondant à l'évaluation que fait l'AMF des risques qu'elles présentent, exercice qui pourrait se révéler utile pour de nombreux autres aspects de la surveillance des courtiers en épargne collective. Comme l'AMF contrôle au bout du compte les risques que comportent ces entreprises par ses activités de surveillance et d'application de la loi, elle se trouve dans une position privilégiée pour les évaluer correctement. Par conséquent, toutes les entreprises du secteur de l'épargne collective seraient sur un pied d'égalité en ce que les primes qu'elles versent à leur assureur ou au régime parrainé par l'AMF seraient représentatives de leurs résultats financiers, de leur gestion et de la qualité de leur gouvernance.

5.5 La promotion de mécanismes de règlement de rechange

Toutes les entreprises inscrites qui offrent des produits ou des services financiers doivent établir un mécanisme interne leur permettant d'examiner les plaintes de leurs clients qui croient avoir été lésés par l'entreprise ou un représentant de celle-ci. Cette exigence a été instaurée en décembre 2001 dans la loi qui a créé l'AMF ; ce mécanisme est désormais chose courante partout au pays. Par exemple, des lois et des règlements fédéraux adoptés récemment obligent les banques à être membres d'un *organisme externe de traitement des plaintes* approuvé par le Commissaire de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada et établissent les exigences relatives à leur processus interne de traitement des plaintes.

Le consommateur qui n'est pas satisfait du règlement qui lui est offert par un courtier en épargne collective au Québec dispose de deux recours. Si l'entreprise est membre de l'ACFM, le

⁵⁶ « Après nous être interrogés sur le poids à donner aux conclusions d'une analyse qui laissent entendre que les neuf courtiers québécois membres de l'ACFM [sic] méritent d'être avantagés par l'exercice d'un pouvoir de réglementation au détriment de leurs 34 autres concurrents basés au Québec – on sait d'ores et déjà que ces derniers écoperont lourdement au terme de cet exercice – la Chambre a conclu qu'une approche qui a pour effet de discriminer une minorité en faveur d'une majorité est rarement bonne conseillère. Une telle approche ne peut que créer des inégalités de traitement et des distorsions concurrentielles dont les consommateurs feront les frais. » Mémoire de la Chambre de la sécurité financière en réponse à la consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective, 6 décembre 2010, page 19.

consommateur peut soumettre sa plainte à l'OSBI. Il a également le droit d'exiger que l'entreprise inscrite auprès de l'AMF transmette une copie du dossier à celle-ci, qui évaluera la plainte et, si elle le juge nécessaire, offrira des services de médiation entre les parties. Les services de conciliation et de médiation qui sont offerts gratuitement aux consommateurs du secteur financier sont des mécanismes de règlement des différends qui sont mis à leur disposition sur une base facultative. L'AMF et l'OSBI ne versent aucune indemnité monétaire à l'égard des plaintes des consommateurs, sauf, dans le cas de l'AMF, à l'égard des plaintes qui sont expressément visées par ses programmes d'indemnisation. Les rapports publiés par l'OSBI indiquent que la somme des règlements monétaires effectués en 2011 dans le cadre de plaintes ayant trait à des services financiers (417 des 468 cas portaient sur des OPC et des valeurs mobilières) s'est élevée à 3,3 M\$, soit une moyenne de 19 121 \$ par cas. Quant à l'AMF, elle indique que, au cours de l'exercice 2010-2011, 746 plaintes ont bénéficié de ses services de conciliation et de médiation et qu'un règlement a été atteint dans 68 % de ces cas⁵⁷. Bien que l'on s'attende à ce que les entreprises se soumettent aux recommandations et versent le montant du règlement, ni elles ni le consommateur ne sont liés par ces recommandations.

L'imposition d'un processus d'arbitrage exécutoire pourrait permettre d'accroître l'efficacité du mécanisme de règlement des plaintes ou des créances. Une telle approche procurerait aux consommateurs financiers une option de rechange au système judiciaire en matière civile en leur donnant accès à un processus d'arbitrage qui regrouperait toutes les questions de réglementation et de pertes financières en une seule procédure. Étant donné que le coût, pour une entreprise couverte par une assurance contre les détournements et vols, des actes frauduleux commis par ses employés ou ses agents serait établi par un organisme indépendant, cela en garantirait le remboursement. Ainsi, on conserverait les avantages de l'approche actuelle de l'AMF pour les consommateurs financiers sans imposer de charge au mécanisme de protection des épargnants et, par voie de conséquence, au secteur de l'épargne collective du Québec. À maints égards, un processus d'arbitrage exécutoire ressemblerait au régime en vigueur au Manitoba, au Nouveau-Brunswick et en Saskatchewan, où les commissions des valeurs mobilières ont le pouvoir d'ordonner le remboursement à un épargnant des pertes découlant d'actes illégaux ou inappropriés ayant trait à des opérations sur titres.

Faut-il insister sur le fait que les membres de l'OCRCVM sont tenus de se soumettre à l'arbitrage si un client en fait la demande et que la réclamation n'excède pas 500 000 \$. Au Québec, cette procédure est menée par le Centre Canadien d'Arbitrage Commercial. Nous sommes conscients du fait que le recours à l'arbitrage pour le règlement de réclamations a été parcimonieux au cours des dernières années. Cependant, nous sommes également au fait que le ministère de la Justice du Québec a communiqué son intention de moderniser le cadre juridique régissant les procédures d'arbitrage et que plusieurs parties ont signifié leur intérêt à faciliter et à simplifier l'accès à ce mécanisme. Ici encore, nous suggérons qu'il est dans le meilleur intérêt des consommateurs financiers et de l'AMF d'éliminer les écarts de traitement et de protection des épargnants qui existent selon que le consommateur financier « achète » ses parts ou actions

⁵⁷ L'AMF ne publie pas de données sur ses recommandations en vue du versement d'indemnités monétaires ni sur les cas où elle a favorisé un règlement monétaire.

d'un OPC par l'entremise d'un courtier en valeurs mobilières ou par l'entremise d'un courtier en épargne collective.

Nous reconnaissons qu'un régime d'arbitrage exécutoire obligatoire compromettrait les droits de l'une ou l'autre des parties de se prévaloir de recours civils devant les tribunaux⁵⁸. En outre, dans certains cas, les sommes en jeu pourraient être trop élevées pour que les droits d'appel à une autorité supérieure soient supprimés. Ces questions pourraient être réglées en établissant que la décision de l'arbitre (ou du panel d'arbitrage) lie les parties jusqu'à concurrence d'une somme stipulée. Nous sommes d'avis que la somme de 150 000 \$ constituerait un seuil raisonnable.

D'aucuns pourraient affirmer que le seuil proposé pourrait obliger certaines entreprises à se placer sous la protection de la loi sur les faillites si une décision était prise à leur encontre. D'abord, cette objection ne tient pas si l'entreprise a souscrit à une assurance détournement et vol. Ensuite, cette objection suppose que les exigences en matière de suffisance du capital sont insuffisantes pour couvrir les risques inhérents au secteur de l'épargne collective du Québec. L'expérience a démontré que la tolérance d'entreprises à faible capitalisation comme moyen de stimuler la concurrence et la stabilité au sein de quelque segment que ce soit du secteur financier est une politique à courte vue et très dangereuse. Enfin, cette objection souligne l'évidence : la réglementation devrait obliger les entreprises à souscrire une assurance contre les détournements qui couvrirait les cas où une fraude a bel et bien été commise par un employé ou un agent plutôt qu'une assurance responsabilité professionnelle qui ne couvre pas de tels actes.

5.6 Établissement d'un mécanisme de protection contre l'insolvabilité des courtiers en épargne collective

Les mécanismes d'indemnisation des épargnants dans le secteur des valeurs mobilières et de l'épargne collective dans toutes les juridictions que nous avons examinées ne prévoient le versement d'une indemnité que dans le cas de la faillite d'une entreprise, quelle qu'en soit la cause. Aucun mécanisme ne verse quoi que ce soit avant qu'une entreprise ne soit déclarée insolvable parce qu'elle est incapable de rendre les avoirs des clients. **De par leur conception, tous les mécanismes qui existent dans l'Union européenne et en Amérique du Nord, sauf au Québec, sont des mécanismes de protection contre l'insolvabilité.**

La raison fondamentale qui justifie que les mécanismes d'indemnisation des épargnants ne couvrent pas les situations préalables à une faillite est que les consommateurs financiers disposent alors d'autres recours et que l'entreprise dispose probablement d'un actif suffisant ou d'une couverture d'assurance pour satisfaire les réclamations. Il faut reconnaître qu'il pourrait

⁵⁸ Dans certaines juridictions, notamment au Royaume-Uni, la recommandation de l'Ombudsman lie l'entreprise, si elle est acceptée par le consommateur financier. Ce dernier peut toutefois rejeter le règlement proposé et porter sa cause en justice. Aux États-Unis, les courtiers membres de FINRA doivent se soumettre à l'arbitrage si un client l'exige. La décision est exécutoire pour l'entreprise, mais non pour le consommateur financier. Plusieurs entreprises exigent dans leurs ententes d'ouverture de compte que le client s'engage à accepter une sentence arbitrale et à s'abstenir de recourir subséquemment aux tribunaux. La Cour Suprême des États-Unis a établi que de telles ententes contractuelles étaient valides.

exister des situations où un consommateur financier a subi une perte (en raison d'un problème administratif), mais est incapable d'en tenir l'entreprise ou une autre partie responsable. Cela ne signifie pas que le mécanisme d'indemnisation des épargnants devrait intervenir tout de suite et indemniser le consommateur avant qu'une entreprise soit en faillite. Toutefois, cela laisse sous-entendre qu'il est nécessaire d'exiger des entreprises de services financiers qu'elles se dotent de moyens ou qu'elles se soumettent à des mécanismes qui donnent aux consommateurs financiers ou aux organismes de réglementation la possibilité d'exercer certains recours avant qu'une entreprise soit en faillite, comme le mécanisme d'arbitrage exécutoire, l'assurance erreurs et omissions et l'assurance contre les détournements. De tels moyens de protection des consommateurs financiers sont bien établis dans d'autres juridictions.

Il est impératif de remplacer le mécanisme d'indemnisation des épargnants pour les courtiers en épargne collective par un mécanisme de protection contre l'insolvabilité afin de mieux protéger les consommateurs financiers québécois.

Nonobstant les limites de la protection prévue par les polices de couverture des mécanismes d'indemnisation des épargnants, il est désormais établi qu'en cas de faillite d'une entreprise de services financiers composée de sociétés affiliées membres et non membres, les clients de la société non membre ont généralement droit à l'indemnisation pour couvrir les pertes autrement admissibles. Les règles établies par les tribunaux dans les cas mettant en cause des sociétés affiliées non membres peuvent se résumer comme suit :

- le statut des clients ne dépend pas simplement de la personne à l'ordre de laquelle les réclamants ont fait un chèque en vue d'acheter des titres;
- dans la mesure où l'entreprise membre a acquis le contrôle des fonds que le client a déposés auprès de la société affiliée non membre et où les réclamants ont acheté des produits financiers qui sont considérés comme des valeurs mobilières ou des placements admissibles en vertu de la loi ou aux termes du mécanisme, les consommateurs financiers sont protégés.

Le mécanisme d'indemnisation des épargnants destiné aux consommateurs financiers devrait être conçu de façon à tenir compte de cette situation.

En date du 30 juin 2011, 90 % des avoirs sous administration étaient « situés » en Ontario (72 %) et au Manitoba (18 %); le Québec ne comptait que pour 4 % du total⁵⁹. Par qui les consommateurs financiers québécois seraient-ils indemnisés en cas de faillite d'une société de gestion d'OPC qui exerce des activités au Québec, mais dont le siège social se trouve dans une autre province? Selon le système actuel, certainement pas par la CPI; le FISF (ou l'AMF) laisserait-il ces consommateurs « en plan » si aucun acte frauduleux n'avait été commis par cette entreprise ou une société liée au Québec? La protection maximale prévue par la CPI en cas d'insolvabilité d'un courtier en épargne collective est de 1,0 M\$ pour un compte général et de

⁵⁹ Même dans le cas de Norbourg dont les activités étaient limitées au Québec, quinze des fonds visés étaient des « common law trusts » créés en vertu des lois de l'Ontario et régis par celles-ci (les fonds CLT) alors que douze des fonds étaient des fiducies créées en vertu du Code civil du Québec et régies par celui-ci.

1 M\$ pour un compte de retraite distinct, alors que le FISF prévoit une protection maximale de 200 000 \$. En cas de faillite d'une entreprise d'envergure nationale, cet écart considérable dans la couverture d'assurance serait-il jugé acceptable par les consommateurs québécois lésés?

L'examen des politiques visant les mécanismes de protection des épargnants en Amérique du Nord et dans l'Union européenne ainsi que de la structure organisationnelle de tels mécanismes en Amérique du Nord nous amène à tirer les conclusions qui suivent. Les clients québécois de courtiers en épargne collective devraient être couverts par un mécanisme de protection contre l'insolvabilité qui remplit les conditions suivantes :

- Ce mécanisme doit être un organisme autonome non gouvernemental, distinct de l'AMF, géré par des représentants du secteur et des administrateurs indépendants qui connaissent à fond le secteur et les processus régissant la liquidation d'entreprises de services financiers;
- Cet organisme être reconnu comme un *organisme d'indemnisation des clients* en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*. Le FISF ne peut être reconnu à ce titre, car son objet ne correspond pas à celui de cette loi;
- Cet organisme devrait disposer de fonds proportionnels aux risques auxquels il est exposé, comme c'est le cas pour d'autres mécanismes de protection des épargnants. Tous les comités ou les groupes de travail qui se sont penchés sur la question ailleurs dans le monde ont conclu que de tels organismes devaient être capitalisés à un degré jugé prudent, même lorsqu'ils ont accès à des fonds gouvernementaux d'urgence. Un délai de sept à dix ans devrait être prévu pour l'atteinte de la cible de capitalisation visée.

Deux options s'offrent à l'AMF pour mettre en œuvre cette recommandation. La première exigerait que l'ACFM soit reconnue en tant qu'OAR et que la portée de sa couverture soit élargie pour englober les consommateurs financiers québécois. Comme le FCPE est reconnu par l'AMF et que son mandat vise toutes les entreprises de valeurs mobilières inscrites actives au Québec, les rapports qui doivent exister entre l'AMF et un tel mécanisme d'indemnisation national sont donc bien connus et seraient faciles à reproduire avec la CPI.

La deuxième option consisterait à établir un fonds d'indemnisation québécois à l'intention du secteur de l'épargne collective. Il est évident que cette option n'est pas la meilleure, car elle exigerait que la CPI, mécanisme canadien qui est déjà bien établi et capitalisé, soit dupliqué, et imposerait inutilement un lourd fardeau financier au secteur de l'épargne collective du Québec, étant donné que son financement devrait être proportionnel aux risques assurés et que, de toute façon, les cotisations devraient être suffisantes pour payer les pertes à compenser. En outre, cette option ne règle pas la question complexe de l'interaction avec le fonctionnement de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, en particulier dans le cas de la faillite d'un courtier en épargne collective d'envergure nationale qui exerce des activités au Québec, mais dont le siège social est situé dans une autre province.

5.7 Encadrement réglementaire

L'AMF devrait déléguer la responsabilité de vérifier et de surveiller la mesure dans laquelle les courtiers en épargne collective respectent les règles en matière de suffisance de capital et les autres règles de conduite à un OAR ayant les compétences nécessaires pour remplir ces fonctions cruciales.

Le cadre de supervision atypique actuel engendre plusieurs conséquences défavorables, notamment les suivantes :

- Il prive l'AMF et le secteur des avantages découlant de la connaissance approfondie du secteur issue de l'expérience et de la proximité des participants du secteur, ainsi que de la rapidité d'adaptation aux nouvelles pratiques ayant cours dans le secteur, avantages qui caractérisent l'encadrement exercé par un OAR.
- Il élimine les avantages découlant d'un mécanisme de supervision à deux paliers. Lorsqu'un OAR assume les responsabilités de surveillance, l'organisme de réglementation remplit une fonction d'encadrement à l'égard du fonctionnement de l'OAR. Ce « deuxième regard » est essentiel et sert d'aiguillon favorisant l'amélioration constante. L'AMF ne peut pas s'encadrer elle-même. En outre, l'approche actuelle accroît l'aléa moral : comment l'AMF peut-elle se dégager de la responsabilité des accidents de parcours au sein de la fonction de réglementation si c'est elle qui exerce la fonction de surveillance?
- Il impose à l'AMF la responsabilité de gérer le FISF puisqu'elle surveille la mesure dans laquelle les courtiers respectent les règles de prudence. De manière générale, les organismes de réglementation nord-américains évitent de se placer dans une telle situation.
- Il accroît les frais de conformité des courtiers en épargne collective membres de l'ACFM qui exercent des activités au Québec et qui sont assujettis à l'encadrement exercé et aux vérifications exécutées par l'ACFM, l'AMF et la CSF.
- Il fait en sorte que les clients québécois des courtiers en épargne collective ne sont pas protégés contre les pertes découlant de la faillite de leur courtier si celle-ci ne résulte pas d'une fraude.
- Il alourdit le fardeau financier du secteur québécois. Étant donné que les risques assurés par un tel fonds d'indemnisation sont en fonction du risque le plus grand et non de la valeur moyenne ou médiane des avoirs financiers gérés, les cotisations requises de la part du secteur sont nécessairement plus élevées pour un fonds québécois que pour un fonds pancanadien. Ainsi, on notera que le FISF accuse un déficit, alors que la CPI est pourvue d'un fonds d'environ 30 M\$ (et que l'on prévoit porter à 50 M\$).

Si l'AMF reconnaissait l'ACFM à titre d'OAR, les conséquences défavorables énumérées ci-dessus disparaîtraient en grande partie et la protection des clients québécois des courtiers en épargne collective serait accrue de la manière la plus efficace et la plus économique qui soit. L'expérience de l'AMF avec l'OCRCVM démontre qu'une telle approche comporte des avantages considérables. À cet égard, les dispositions énoncées dans la Décision de 2004 de l'AMF reconnaissant l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières à titre d'OAR contiennent toutes les assurances dont l'AMF pourrait avoir besoin pour s'assurer que son mandat législatif est rempli, que les services sont fournis en français et en anglais et que les caractéristiques et les besoins du secteur de l'épargne collective québécois sont dûment pris en considération⁶⁰. Pour les consommateurs du secteur de l'épargne collective québécois, la reconnaissance de l'ACFM à titre d'OAR comporterait en outre l'avantage de supprimer la disparité de couverture entre ceux qui investissent auprès d'un courtier en valeurs mobilières et ceux qui le font auprès d'un courtier en épargne collective.

5.8 Se préparer à la faillite d'une grande entreprise de services financiers

Si on songe à l'avenir, il est évident que la complaisance n'est pas de mise; en effet, l'évolution des marchés financiers et du secteur financier rend de plus en plus difficile le travail de supervision du respect des règles de suffisance du capital et de protection des épargnants qui incombe aux organismes de réglementation. La structure des conglomerats de services financiers et des sociétés de portefeuille devient de plus en plus complexe et s'imbrique dans un enchevêtrement complexe de juridictions dont les intérêts ou les exigences en matière juridique diffèrent ou même se contredisent. Le problème devient particulièrement aigu dans le cas où une entreprise de services financiers fait faillite ou des OPC sont liquidés. Bien que les dépositaires et sous-dépositaires soient tenus de prendre les mesures supplémentaires jugées nécessaires pour protéger l'actif en portefeuille de l'OPC qui se trouve en territoire étranger et s'assurer que celui-ci ne sert pas à satisfaire les réclamations de leurs créanciers en vertu des lois sur la protection des créanciers et la faillite des juridictions où ces actifs se trouvent, il n'est pas absolument certain que ces mesures protégeront ces actifs en toutes circonstances ou que seul le recours à des poursuites se prolongeant indéfiniment permettra d'atteindre un règlement final satisfaisant. Ces questions complexes feront obstacle au règlement en temps utile des réclamations des clients québécois.

L'expérience a démontré que la possibilité de satisfaire les réclamations des clients en temps opportun est directement reliée aux mesures qui sont prises dans les premiers jours d'une liquidation. Pendant cette courte période mouvementée, le syndic de faillite doit a) prendre le contrôle du siège social et des succursales de l'entreprise de services financiers en liquidation, b) geler tous les comptes de clients et les créances des créanciers, c) repérer l'emplacement où sont déposés les titres et les espèces des clients et vérifier qu'il y a accès et d) établir la faisabilité d'un transfert en bloc des comptes des clients à une ou à plusieurs entreprises en règle.

L'éventail des problèmes auxquels serait confrontée l'AMF en cas de faillite d'un grand courtier en épargne collective ou d'une grande société de gestion d'OPC est phénoménal. Le degré de

⁶⁰ AMF, Décision n° 2004-PDG-0083.

complexité s'accroît d'au moins un ordre de grandeur si le siège social de l'entreprise en faillite se trouve dans une autre province ou à l'étranger. Les répercussions néfastes éventuelles sur les consommateurs financiers sont suffisamment sérieuses pour que la gestion de la crise que ces situations entraînent soit laissée au hasard. L'argument selon lequel un tel scénario est peu probable ne justifie pas l'absence d'un plan de gestion de crise et la constatation que les faits et les circonstances varient d'une situation à l'autre n'est pas une excuse valable. Il est utopique de penser que tous les « cygnes noirs » se sont envolés vers d'autres cieux !

Nous recommandons à l'AMF de mettre sur pied un groupe de travail (disposant de ressources adéquates) pour étudier les façons de s'assurer que les avoirs d'un client lui soient retournés en temps utile si une grande société de gestion d'OPC devait faire faillite, que ce soit en raison d'actes frauduleux ou d'une mauvaise gestion, et élaborer un plan pour les liquidations majeures. Ce groupe de travail devrait regrouper des spécialistes du droit qui connaissent à fond le fonctionnement des lois sur la faillite qui s'appliquent aux banques, aux sociétés d'assurances sous compétence fédérale et aux maisons de courtage et des spécialistes familiers avec l'architecture et les systèmes d'information et de gestion des grandes entreprises financières. Le groupe de travail pourrait effectuer, dans un premier temps, un post-mortem sur la gestion de la faillite de FM Global Canada par les OAR compétents et les questions de coordination transfrontalières qui se sont présentées ou auraient pu survenir.

Dans toutes les juridictions, les lois sur la faillite et l'insolvabilité interagissent étroitement avec les mécanismes d'indemnisation des épargnants. C'est de toute évidence le cas au Canada, où s'ajoute la particularité que les lois sur la faillite sont de compétence fédérale, alors que la réglementation sur les valeurs mobilières, y compris les OPC et les mécanismes d'indemnisation des épargnants, est de compétence provinciale. À la mission première du groupe de travail devrait s'ajouter celle de repérer les modifications, le cas échéant, qui devraient être apportées à la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* en vue de mieux protéger les épargnants partout au Canada et dans les situations transfrontalières.

.....



**ROADMAP FOR
STRENGTHENING THE
PROTECTION OF QUEBEC
MUTUAL FUND INVESTORS**

A SUBMISSION TO THE

**AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS**

FEBRUARY 20, 2012



**A ROADMAP FOR STRENGTHENING THE PROTECTION
OF QUEBEC MUTUAL FUND INVESTORS**

**A SUBMISSION
TO THE
AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS**

February 20th, 2012

TABLE OF CONTENT

A ROADMAP FOR STRENGTHENING THE PROTECTION OF QUEBEC MUTUAL FUND INVESTORS.....	4
I. POLICY ISSUES ASSOCIATED WITH INVESTOR COMPENSATION SCHEMES.....	7
1.1 Deposit issuance and investor compensation schemes.....	7
1.2 The major policy issues.....	8
1.3 Summary	15
II. A GENERAL OVERVIEW OF INVESTOR COMPENSATION SCHEMES.....	16
2.1 Investor Compensation Schemes in the European Union.....	16
2.1.1 Investor compensation with respect to "Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities" ("UCITS").....	20
2.2 Investor Compensation Schemes in the United States	21
2.2.1 The Securities Investor Protection Corporation	22
2.2.2 Additional Customers Protection	25
2.2.3 Fair Funds.....	25
2.2.4 The Role of the States	26
2.3 Investor Protection Schemes in Canada	27
2.3.1 The Canadian Investor Protection Fund.....	27
2.3.2 The MFDA Investor Protection Corporation.....	29
2.3.3 The Fonds d'indemnisation des services financiers ("FISF")	30
III. THE PERVASIVE INFLUENCE OF BANKRUPTCY AND INSOLVENCY LAW	32
3.1 Time is of the essence	35
IV. OBSERVATIONS ON THE QUEBEC APPROACH TO INVESTOR COMPENSATION RELATED TO MUTUAL FUNDS	37
4.1 A Risk Assessment Overview	38
4.2 The Structural Characteristics of Mutual Funds.....	41
4.3 The Design Rationale of the FISF.....	44
4.4 The performance of FISF compared to other investor compensation schemes.....	46
4.4.1 Comments and Observations.....	48
V. MEASURES TO ENHANCE THE PROTECTION OF QUEBEC MUTUAL FUND INVESTORS.....	49
5.1 The active promotion of best practices within the financial industry.....	50
5.2 Harnessing the full power of the flows of Information	51
5.3 Empirically based regulations	53

5.4 The case for fidelity insurance coverage requirement.....54

5.5 Promoting alternative settlement mechanisms56

5.6 Establishment of an insolvency scheme for mutual fund dealers.....57

5.7 Regulatory oversight.....60

5.8 Preparing for the failure of a large financial services firm.....61

A ROADMAP FOR STRENGTHENING THE PROTECTION OF QUEBEC MUTUAL FUND INVESTORS

The Quebec government has mandated the Autorité des marchés financiers (“AMF”) to hold a public consultation on compensation for victims of financial fraud. In response, the AMF published, on December 9th, 2011, a Notice of consultation on the compensation of consumers of financial products and services in Quebec (“financial consumers”)¹. The mutual funds sector is the main concern because of its large size, Quebec customers of mutual fund dealers are not covered by a Canada wide investor compensation scheme and the industry has been the locus of major bankruptcies in the recent past.

The security of the savings of Canadians invested in mutual funds is a legitimate area of concern for public policy. About 13% of Canadian families own units or shares of mutual funds; it represents a significant proportion of their wealth held in financial assets. In the second quarter of 2011, the value of the assets held by Canadians in mutual funds amounted to \$756.2 billion; Quebecers held \$117 billion at the same date, representing 15% of the total. Approximately 46% of mutual fund units or shares owned by Quebec financial consumers are held in the custody of a deposit institution. On average, in 2011 in Quebec, retail securities and mutual fund dealers “sold” approximately \$40 million per month in mutual funds. Retail securities and mutual fund dealers affiliated to a deposit-taking institution collected about \$38.3 million and those affiliated to an insurance company, approximately \$1.6 million. The remainder was sold to financial consumers by Quebec independent mutual fund dealers².

Restoring trust in the financial system is not the same as reforming the financial system; financial consumer protection is an essential part of the former. According to the OECD, financial consumer protection against fraud and misuse of consumer assets needs to be given “the recognition and emphasis it rightly deserves” and “special attention should be dedicated to the needs of the vulnerable groups”. The following five factors exert considerable weight on public attitudes and policies aimed at strengthening financial consumer protection:

- The sheer size of the financial assets owned by individual investors stemming from the structural demographic shift acts as a magnet for both the *bona fide* financial industry and, unfortunately, less legitimate organizations or ethical individuals.
- A substantial portion of these financial assets are owned by investors 55 years of age or older. These investors are often unfamiliar with investment matters and much more

¹ Notice and Request for Comment regarding compensation of consumers of financial productions and services – Autorité des marchés financiers (AMF), December 9, 2011

Reference Guide – Protection Mechanisms, Consultation on compensation of Québec consumers of financial productions and services, Autorité des marchés financiers (AMF), November 2011

² Institut de la Statistique du Québec, « Courtage de détail en valeurs mobilières au Québec », and “Fonds communs de placement au Québec”, 2011.

likely to be susceptible to manipulation. The Canadian Ombudsman for Banking Services and Investments (“OBSI”) reports that 53% of the complaints they investigated were made by individuals over the age of 60. Moreover, the loss or impairment of their savings has a considerable social and personal impact because they are retired or their remaining earning horizon is very short. For them, the important question is not “how much did they lose” but the much more fundamental one: “how much do they have left?”

- A growing concern that the savings of individual Canadians will be insufficient to support decent retirement income. The fundamental change in the pension system from defined benefit plans to defined contribution plans, money-purchase arrangements or individual retirement savings plans has transferred longevity and adequacy of retirement income risks to a majority of individual Canadians. These risks are compounded by the low level and high volatility of prevailing market rates.
- Recent cases of fraud have caused severe harm to many investors and hurt confidence in the regulated financial sector because of the magnitude of the losses, the difficulties of untangling complex legal issues and the substantial delays they cause in returning assets to investors or in determining the amount of compensation they will receive³. The media focus on each step of the compensation process, particularly mishaps, heightens the concerns of investors and encourages regulators and elected officials to take action.
- The number of individuals duped by scam artists that have lost a substantial portion of their savings and who have been denied compensation such as in the Mount Real or Earl Jones frauds is deemed unfair, particularly since the Quebec compensation scheme is a part of and managed by the regulator responsible to eradicate such “bad actors”. In light of the jurisprudence in several key jurisdictions, the argument that regulators and investors compensation schemes have no responsibility for losses incurred as a result of a fraud by a non-registered entity increasingly rings hollow.

The search for efficient means to enhance investor protection without stifling innovation and competition within the financial industry is a worldwide concern. In the United States and in the European Community, we observe, amongst many developments, that:

- The Dodd-Frank Act eliminated several restrictions related to “Fair Funds” in order to increase the amounts available to compensate investors for losses stemming from fraud and other unlawful actions. It also provides grants to States for enhanced protection of seniors against misleading and fraudulent marketing and sale tactics. Moreover, the Act

³ Examples of recent cases include Portus Alternative Asset Management (Ontario), Norbourg (Quebec), Norshield (Quebec), Farm Mutual (Ontario), Manna (British Columbia), Thow (Alberta & BC), Madoff (USA), Phoenix Kapitaldienst (Germany).

instructs the Controller General of the United States to conduct studies regarding mutual fund advertising, financial planners and the use of financial designations.

- The European Union Investor Compensation Schemes Directive adopted by the European Parliament on July 5th, 2011, aims at protecting investors against fraud, administrative malpractice, operational error or bad advice. ICSD entitles clients to compensation whether or not the firm holding, administering or managing client assets is authorized to conduct such activities.

A comprehensive review of the Quebec approach to the compensation of financial consumers of mutual funds harmed by unethical dealings, false or misleading representations, misappropriation of assets, unlawful conduct and fraud or the bankruptcy of a financial services firm must take full account of the regulatory regimes and approaches prevalent in other jurisdictions, the interplay of investor compensation schemes and mechanisms with tort, bankruptcy and other pertinent laws and the experiences and the lessons learned by other jurisdictions in dealing with such situations.

This submission is structured as follows. In the first part, we summarize the policy issues associated with the design and workings of investor compensation schemes. In the second part, we provide a general overview of investor compensation schemes in several jurisdictions. We first review the policy direction pursued in the European Union with to the adoption by the European Parliament on 5 July 2011 of its report concerning the European Commission proposal to amend the Investor Compensation Schemes Directive ("ICSD"). We follow with a review of the approach to investor compensation in the United States with emphasis on the Securities Investor Protection Corporation. Fair Funds and the role of the states are also discussed. We conclude this part with an overview of three schemes in Canada: the Canadian Investor Protection Fund, the MFDA Investor Protection Corporation and the Fonds d'indemnisation des services financiers.

In the third part, we provide a general overview of the bankruptcy proceedings applicable to securities firms in Canada since they are intimately related and a key to the performance of investor protection schemes. Our observations with regard to the Quebec approach to investor compensation as it applies to mutual funds are formulated in the fourth part. The design rationale of the Fonds d'indemnisation des services financiers and its relative performance are examined in light of the assessment of the risks presented by financial services firms, in general, and the structural characteristics of mutual funds in Canada, in particular, and then compared to other compensation schemes. Our recommendations and their rationale form the content of the fifth part.

I. POLICY ISSUES ASSOCIATED WITH INVESTOR COMPENSATION SCHEMES

Pressured by the dynamics put in motion by the recent financial crisis and their interplay with the environmental factors enumerated above, governments and financial regulators worldwide are groping with the public policy issues arising from the failure of banking, insurance, securities and heretofore non-regulated financial firms. Contingency funds established to insure depositors, insurance policy holders and securities industry customers against losses that may arise from the failure of a financial services firm are prevalent worldwide and they constitute a common feature of a sound financial sector regulatory regime.

1.1 Deposit issuance and investor compensation schemes

There are significant differences between the motives which underlie deposit insurance programs and those which pertain to investor compensation schemes. In the case of deposit taking institutions, the main impetus is to reduce and mitigate systemic risks by preventing a "run on the bank" where the rush for withdrawing deposits or non-segregated assets from financially viable institutions gives rise to liquidity issues which, in turn, causes them to become insolvent and further fuels the withdrawal stampede. Financial consumer protection is a by-product, nice to have but not the determining reason. And because of the criticality of deposit taking institutions to the payment system and recognition that the main purpose of bank accounts is to pay for regular consumption or business operations, speed in resolving the situation is of the essence.

The strong emergency actions taken by the U.S. Treasury and the Federal Reserve to arrest the unprecedented run on money market funds in September 2009 is a case in point. Money market funds in the United States are regulated as mutual funds whereas they are used by investors as deposit institutions. There was no contingency fund or mechanism to protect against a "run" on such funds. In order to arrest the withdrawal stampede and gradually restore the functioning of short-term commercial and institutional capital markets, the U.S. Government had to establish the Treasury's Temporary Guarantee Program for Money Market Funds and the Federal Reserve's Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility.

Although unit holders who remained in the funds (mainly retail investors) benefitted from the Government actions, these were driven by the overriding goal of mitigating the systemic risks by slowing the run on money market funds and stabilizing the markets for commercial paper and other short-term debt instruments.

In contrast, investor compensation schemes are established to instill confidence in the financial industry by providing a certain level of protection to financial consumers against the dissipation in the value of their financial assets caused by mismanagement or unlawful actions by financial services firms when all other business or regulatory safeguards have failed. In essence, it is a matter of fairness or, in economic terms, a mutualisation of the risks in order to reduce the

social and individual cost of pursuing tort redress through the Court system or of bearing the full cost of the dissipation of one's savings due to the actions of the financial services firm. From a social viewpoint, this mutualization of the residual risks borne by financial consumers is warranted because they cannot insure themselves against the harm created by the failure of or fraud committed by "their" financial services firm.

1.2 The major policy issues

The major policy issues can be summarized as follows:

- **Efficient capital markets:** Efficient capital markets are a public good; therefore, it is incumbent upon the State to protect and promote them. Experience shows that loss of trust in the integrity of capital markets and the financial industry following major failures or scandals leads to investors withdrawing from markets. Consequently, the capital formation process and allocation efficiency of capital markets is impaired.

The arsenal of tools used by public authorities to avoid such detrimental outcomes relies on prudential regulation and the regulation of business conduct. The first aims at ensuring the financial robustness and financial integrity of financial services firms, mainly through the establishment of prudent capital adequacy requirements and their monitoring. The second, which pertains mostly to financial consumer protection, relies heavily on the adoption of proficiency standards and requirements for all sales and management personnel dealing with retail investors and the implementation of compliance mechanisms to ensure adherence to regulations, rules and code of conduct.

Financial consumers who chooses to invest in securities accept the risk that the market value of the investment may increase or decrease. The consumer does not invest with an expectation that there will be a dissipation in the value of an investment caused by illegal or improper activity or mismanagement. Investor compensation schemes are the last rampart of consumer protection, if and when the extensive regulatory apparatus fails to prevent the failure of a financial services firm.

The central and pervasive role of the State in regulating the financial sector gives rise to moral hazard. When lapses in regulation or surveillance result in harm to investors, public authorities are increasingly being considered as responsible, if not complicit, of the 'breakdown' and its effects.

- **Coverage policy:** The statement that, except for the Fonds d'indemnisation des services financiers du Québec ("FISF"), investor compensation schemes in Canada, Europe or the United States do not compensate losses triggered by fraud is misleading. The general rule is that investors are compensated for losses arising from the failure of "their" financial firm; such failures are generally the result of or influenced by fraud, as evidenced in the Madoff and Norbourg cases. These occurrences create the most injury

to investors because of the number of individuals impacted and the value of the financial assets in limbo.

Therefore, the nexus of the policy debate does not hinge on the matter of compensation for fraud and administrative malpractice-related losses but whether compensation should be available from an investor compensation scheme in cases where a) a registered financial services firm remains solvent, b) the firm or person carrying the financial services activities is not authorized to provide the specific services, or c) the firm or individual engage in financial services activities is a non-registered entity altogether.

The registration requirements for financial services firms generally impose on registrant firms that they maintain fidelity insurance to cover losses stemming from employee dishonesty, embezzlement, forgery, robbery, safe burglary, computer fraud, wire transfer fraud, counterfeiting, and other criminal acts caused by employees. Consequently, as long as these malevolent actions do not cause the demise of the firm, there is no need for the intervention of an investor compensation scheme since the losses are covered by the insurance, thus ensuring that sufficient funds are available to compensate harmed customers.

The traditional paradigm in cases of financial losses arising from fraudulent activities or mismanagement can be described as *caveat emptor* with recourse to the Courts under the general umbrella of tort laws to obtain redress. Recent trends in legislation privilege statutory investor protection as a means to minimize the need for financial consumers, individually or in group, to seek redress in Court.

The fundamental principle governing the operation of all private or public contingency funds is that losses that result from the decline in the market value of the financial assets owned by depositors or investors are not covered by investor compensation schemes. Indeed, this risk constitutes the essence of an investment. The Courts have generally upheld this position.

- **Market conduct standards:** Regulation of the financial sector imposes proficiency standards, education and experience requirements to ensure the competencies of all personnel involved in the management and sale of financial products and services to retail investors. These professional qualifications posit that these individuals have sufficient knowledge of financial and investment matters to ensure that their advice to retail customers is of value. But what if, because of recklessness, unethical conduct or sheer incompetence on the part of a licensed professional, an investor finds the value of his portfolio (or savings) seriously impaired? In a nutshell, this is the flip side of the value of advice argument; how should public policy address the situations where the advice had negative value?

Regulations generally impose on securities and mutual funds sales representatives and their firms, the ‘know your client’ rule which requires registrants to take reasonable steps to obtain and periodically update information about their customers and ensure that a proposed transaction is suitable for a customer before making a recommendation or accepting instructions from the customer. Ensuring the suitability of investments and investment advice is not a trivial compliance matter; it has been the number one investment complaint topic to OSBI for several years, accounting, in 2010, for 22% of the total number of banking and investment complaints.

The regulations applicable to securities firms and their representatives in Quebec with respect to their dealings with financial consumers are akin to the regimes in force in other jurisdictions. They rest on the basic tenet that they have a fiduciary obligation with respect to their clients which entails the duties of loyalty, competency, prudence, diligence and of ensuring that their recommendations are suitable to the needs or expressed preferences of each client⁴.

Accordingly, it is generally accepted that the first recourse of a customer who has been deprived of his financial assets because of malevolent actions or incompetence of its employees should be to that customer’s financial firm⁵. Well capitalized corporations are best able to compensate the injured customer for the actions of an employee. Moreover, such corporations carry “errors and omissions” and fidelity insurance policies that cover the damages caused by errors and omissions fraud and dishonest acts made by employees in the course of business.

In order to avoid the costs and efforts required to settle disputes between financial consumers and the financial services providers and accelerate the fair resolution of disputes, the various segments of the financial industry, with the support of regulatory authorities, generally establish an independent dispute resolution body to hear and mediate the settlement of financial consumer’s complaints⁶. This service is generally free to consumers. Recourse to such a mechanism is often mandatory for members of

⁴ For a detailed review of these obligations under Quebec law, see Raymonde Crête, *Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de placement* dans Raymonde Crête et al. *Courtiers et conseillers en placement – encadrement des services de placement*, Montréal Éditions Yvon Blais 2011, pages 302 à 315.

⁵ The legal and regulatory framework which governs access and eligibility of a registered representative or other key functions in the securities industry is, in several respects, akin to those that apply for the recognition of a professional order. It has been suggested that these similarities justify the statutory recognition of financial intermediaries as a profession. Whatever the status granted in the future, it will not change the fact that registered individuals conduct their business as an employee or agent of a financial services firm. The regulatory framework must reflect and be in line with this commercial reality. Failure to do so, will inescapably reduce – even compromise – financial consumer protection. See Raymonde Crête, *Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de placement* dans Raymonde Crête et al. *Courtiers et conseillers en placement – encadrement des services de placement*, Montréal Éditions Yvon Blais 2011, pages 302 à 315..

⁶ Anne-Marie Poitras, *Le dédommagement des consommateurs dans le cadre d’un mécanisme de règlement des différends* dans le cadre du Colloque *La confiance au cœur de l’industrie des services financiers*, septembre 2009.

self-regulatory organizations ("SRO"). In certain jurisdictions, the resolution mechanism includes arbitration, with the decision binding on the parties.

The specific nature of investment services provided to financial consumers by a registered representative and financial services firms embody an added dimension of trust on the part of the consumers compared to other commercial transactions. In fact, this relationship gives rise to fiduciary responsibilities. When entrusting a securities or mutual fund dealer with part of his or her assets, the former accepts that he has contracted loyalty and good faith obligations and that he has the fiduciary obligation to always act in the best interest of the customer. In a recent academic study, the author concludes "a common strand emerges which finds its expression through an increase of the obligations imposed on financial intermediaries and a corresponding reduction of those borne by financial consumers, in conjunction with specific penalties related to registered persons providing investment services"⁷. However, in some jurisdictions, these legal responsibilities do not always apply uniformly to all categories of 'financial advisors' when financial consumers receive personalized investment advice, an issue that is gaining salience in the debate, notably in the United States⁸ and in Ontario⁹.

- **Regulation of the industry:** Government regulators and self regulatory organizations ("SRO") operate at arms length from the firms or persons they regulate. The harsh reality is that bad faith or unethical dealings, false or misleading representations, unlawful conduct and fraud are endemic to the financial industry. The sad fact is that even in large financial institutions with a strong supervision discipline and a thorough compliance department, such reprehensible conduct occurs. For instance, OBSI opened 1024 case files in 2010.

Clearly, egregious and fraudulent conduct in the large Canadian financial firms is limited to a small number of individuals. The point, however, is that if comprehensive, competent and dedicated compliance organizations cannot eradicate delinquent behaviour by employees under the direct management and control of the firm, how can one expect regulators overseeing at arms length a diverse and fragmented industry achieve a zero-fault result?

⁷ Our translation : Raymonde Crête, « Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », Partie III, Dossier « La confiance au cœur de l'industrie des services de placement », Revue générale de droit, Vol. 39 n°2, 2009, Université d'Ottawa.

⁸ For instance, the Dodd-Frank Act empowers the SEC to "harmonize" the standard of conduct for such brokers and dealers with that presently imposed on investment advisers, requiring them to "act in the best interest of the customer without regard to the financial or other interest of the broker, dealer, or investment adviser providing the advice," and to disclose "any material conflicts of interest." (§913(g) and (h)). See also the "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers" by the Staff of the SEC (January 2011).

⁹ The Globe and Mail, "The flaws in Canada's financial adviser system", February 17, 2012

This constitutes a major policy conundrum. On the one hand, the independence and arm length relationship between the regulators and the industry is considered a mandatory condition for the integrity, credibility and performance of regulators. On the other hand, the parallel structure hampers the regulators' capabilities to prevent malevolent behaviour, and hence, weakens financial consumer's protection because the regulators are not positioned at the confluence of the flows of information within the industry and the market. This structural issue is highly relevant to the regulation of mutual fund dealers in Quebec because, contrary to the situation that prevails in other parts of Canada and for securities firms across Canada, the surveillance of the firms (as distinct from individual representatives), is carried-out by the AMF rather than an industry SRO.

Financial and operational risk exposures for financial consumers cannot be considered without reference to the structure of the market within which their investment activities takes place. For example, the risks are affected by the types of intermediary through which the investment is undertaken. Therefore, the risks to financial consumers and the regulatory approaches need to be analysed in the context of the industry structure.

A firm's reputation is an institutional form of investor protection that may work both *ex ante* and *ex post*. Firms that value their reputation will be careful to ensure that they are consistently delivering high-quality work and acting in the best interest of their clients. This will help to induce the firms to reduce the likelihood of risks that may lead to losses to financial consumers, for example by implementing internal systems and controls as part of a risk management strategy. Where problems do arise, strong firms are likely to compensate investors for any losses they incur, so as to preserve their reputation.

The number of cases opened by the Chambre de la sécurité financière reflects the level of concentration in the Quebec mutual fund industry. In 2010, mutual fund representatives represented 73% of the total number of registered representatives under the Chamber's purview whereas this industry segment accounted for 29% of total number of open cases for claims. The number of representatives involved in those cases represented less than 1% of the total number of representatives.

Large Canadian financial institutions are poised to protect the sizeable investment made consistently over the years to establish their reputation and earn the trust of their customers. The management of reputational risks is a major concern for such corporations and decisive actions will be taken to avoid being tainted as non-trustworthy. Two recent examples that pertain to mutual funds demonstrate that these considerations are not vain expectations of corporate behaviour.

On August 20th, 2007, at the onset of the asset-backed commercial paper ("ABCP") crisis, the National Bank of Canada ("NBC") voluntarily took the decision to acquire at 100% of the acquisition cost of such ABCP plus accrued interest all ABCP purchased through the bank or its subsidiaries and held by (i) the NBC and Altamira public mutual funds and in the pooled funds used by Natcan in its discretionary management and by National Bank Trust in its private investment management; (ii) in individual retail client accounts; and (iii) by other non accredited investors who had total holdings of Cdn. \$2 million or less in ABCP in their accounts with NBC or its affiliates. It was estimated at the time that the NBC commitment would represent a cash outlay of about \$2 billion.

On March 4th, 2005, Manulife Financial ("Manulife") announced that it would acquire the interest its clients held in Portus Alternative Asset Management Inc. ("Portus") at the value of their original principal investment in Portus and that the clients would remain entitled to receive any positive return that might ultimately be earned on their Portus investments. Manulife had a referral arrangement with Portus which was totally independent and unrelated to Manulife. This decision to make its clients whole was made only a few weeks following the issuance of cease trade orders against Portus and its affiliates by the Ontario Securities Commission and well before it had sufficient information to determine the net cost of its compensation offer. At the time, it was estimated that its client's investments were valued at \$246 million. The shortfall stemming from the fraud and bankruptcy of Portus was anticipated to reach at least 15% of the face value of the investments.

We recognize that a sound investor protection regime cannot rely on the expectation that the leaders of large financial institutions will always voluntarily "do the right thing". However, it cannot either disregard the strong financial incentives that are at work in such cases. What is called for is a balanced assessment of the incentives and risks which differ considerably according to the size and public standing of the financial services firms.

The empirical evidence also shows that the features of the regulatory apparatus that govern financial services corporations, particularly those pertaining to prudential regulation, have a substantial impact on the incidence of calls on an investor compensation scheme. In the case of financial institutions and firms listed on a senior exchange, the positive effects are still more pronounced since they are subject to continuous disclosure requirements, they operate under the watchful eye of investors, analysts and the media, they are the object of regular independent credit risk ratings, and the management and directors of the corporation are liable for civil suits by shareholders for issuing misleading material information. These important additions to the regulations applicable to financial services firms and their activities are absent in the case of privately-owned firms and professionals working independently or in partnership. This distinction is particularly relevant to the analysis of the FISF since its genesis is the model adopted for the accountant and legal professional orders in Quebec

rather than the approach that prevails in major jurisdictions for all segments of the financial industry.

- **Unauthorized business:** Securities regulatory authorities are mandated not only to regulate the industry but to preclude any non registered individual or firm from engaging in securities transactions with financial consumers. In our diverse and complex societies, this mandate presents challenges writ large. These difficulties are compounded because a large proportion of the financial frauds committed by non-registered persons begin as an “affinity fraud”. Close-knit communities are particularly vulnerable to such scams because of the trust and high regard in which they hold other members of the community.

In response, public policies have attempted to broaden and diversify the informal flows of information to the regulators. The whistleblower programs and the gradual yet unrelenting efforts to expand their scope and effectiveness are aimed at closing the information gap.

- **Diligent resolution of customer claims:** Financial consumers do not have access to their accounts during a liquidation or bankruptcy process. The long delays in identifying the assets and in determining the losses incurred by each investor in the case of failure of a financial services firm and, consequently, in returning the segregated assets to their owners is cause for much aggravation. Even if investors are made whole at the end of the process, the uncertainty in the intervening period creates a lot of anguish which inevitably reverberates on the regulators and elected officials. The OBSI reports leave no doubt that the resolution of conflicts related to investments is a complex matter. In 2010, 81,4% of the banking complaints were resolved within 180 days from receipt; for complaints related to investment matters, 67,5% were still not resolved after 180 days. This complexity is compounded in liquidation or bankruptcy cases.

The determination of the monetary value of individual accounts in deposit taking institutions which comingle cash deposits and use the funds to finance their own activities, is singularly less complex than the allocation of assets in firms that hold (or are expected to) customer assets in investor segregated accounts. One reason for the difference lies in the legal relationship: in the case of monies held as deposits, the customers’ funds are comingled with the banks’ own funds and the bank is the debtor to its depositors. In the event of bankruptcy, the customer has a proportionate claim on the remaining assets. Another reason is that money is fungible; there is no need to identify which belongs to whom, simply to determine the net amount in each depositor’s account.

For securities firms and mutual fund dealers, including mutual funds, the financial services firm has a safe-keeping obligation; the customer financial assets must not be aggregated with the firm’s own assets or other assets. This may be counter-intuitive but

it is a fact that the proper identification of financial assets held or supposed to be held in segregated funds in the name of an investor is a complex and tedious undertaking. Moreover, bankruptcies of financial services firms resulting from fraudulent schemes engender complex insolvency law issues which cause delays in the resolution of the cases and much grief for investors. In addition, the asset untangling process is often embroiled in suits brought about by pettifogging customers and other third parties. These issues are magnified when the bankrupt firm is not registered to provide the financial services.

A policy response to these issues has been to adopt special legislative provisions governing the liquidation or bankruptcy of banks, insurance companies and securities firms. The addition, in 1997, of Part XII to the *Bankruptcy and Insolvency Act* that pertains specifically to the bankruptcy of securities firms in Canada is a case in point.

1.3 Summary

In summary, nowadays, the design of investor protection schemes must address the following issues:

- The unintended consequences stemming from the extensive regulation of capital markets and financial services firms on investor's expectations.
- The scope and extent of the investor compensation coverage.
- The inherent and structural incapacities of regulators to stamp out, ex ante, unethical behaviour, fraud and other unlawful actions arising, in large part, from their relative isolation from the financial consumers markets and industry players and the complexities of modern societies.
- The long delays in returning financial assets to their legitimate owners and in determining the extent of "insured" losses for each individual investor, if any, which delays inevitably occur in the liquidation of a financial services firm
- The extent of the fiduciary responsibilities vis-à-vis retail customers of the management and sales representatives of financial services firms arising from their professional status and the 'know your client' and suitability requirements.
- The rules that govern the liquidation of financial services firms under bankruptcy and insolvency laws, nationally and across jurisdictions; their interrelations with investor protection objectives and the role and status of investor compensation schemes in bankruptcy proceedings.

- The vagaries, costs and time consuming efforts associated with a regime of redress dependent on resolutions by the Courts.

The choices open to public authorities to resolve these policy issues are not neutral in their effects. Each option should be weighted against the following questions: i) to what extent will the design of the compensation system affect the incentives of financial consumers to choose their financial services firm carefully; ii) how will the compensation scheme be financed and how will the schemes' financing rules affect the behaviour of financial services firms and their senior management; iii) to what extent will the design of the compensation scheme encourage organizations less rigorous in their management processes and thinly capitalized to enter the market; iv) how will the structure of the compensation scheme and its financing affect the regulatory authorities?

The next section describe in broad terms the response of the European Community, the United States and Canadian authorities to these policy issues and the means they have mustered for the task.

II. A GENERAL OVERVIEW OF INVESTOR COMPENSATION SCHEMES

The public consultation launched by the AMF is not focused on compensation schemes established to cover losses arising from the failure of deposit taking institutions, insurance companies and securities broker-dealers. The Quebec deposit insurance fund is modeled on the Canada Deposit Insurance Corporation and provides similar protection for deposits in deposit institutions under Quebec jurisdiction. With respect to insurance companies, AMF regulations require all life insurance companies and property and casualty insurance companies to be members of Assuris and of the Property and Casualty Insurance Compensation Corporation, respectively. These two organizations are the pan-Canadian compensation schemes for these segments of the financial industry. Therefore, the discussion that follows does not cover such schemes. Although not a specific object of the consultation, we, nevertheless, review the structure and workings of the securities industry Canadian Investor Protection Fund ("CIPF") because it provides coverage for Quebec financial consumers who acquire units or shares of mutual funds through an investment dealer. Moreover, it holds many useful lessons for the matter under consideration.

2.1 Investor Compensation Schemes in the European Union

In 1989, the European Union adopted regulations for the purpose of implementing supervisory authorities in every Member State. Important areas of capital markets laws and regulations were put under the control of a national supervisory authority, a requirement reasserted in successive Directives¹⁰.

¹⁰ See, for instance, Directive 2004/39/EC regarding the market for financial instruments (MiFID); the Approximation Directive 2006/31/EC; Directive 2003/71/EC regarding changes to the Prospectus Directive 2001/34/EC

In response, several Member States established comprehensive multi-functional supervisory authorities. For example, Germany established the BaFin, a combination of the Federal Securities Supervisory Office, the Federal Banking Supervisory Office and the Federal Insurance Advisory Office. Similar comprehensive financial supervisory authorities exist in Denmark with the Finanstilsynet, in Austria with the Financial Market Supervisory Authority, in Great Britain with the Financial Services Authority and in France, with the Autorité des Marchés Financiers¹¹. Under the Lamfalussy Process designed to accelerate the adoption of financial regulations at the European level, legislative and regulatory activity reached stronger intensity in the direction of full harmonization. Following the recommendations of the Larosière Report, this trend culminated with the enactment, on 22 September 2010, of the European system of financial supervisors consisting of the European Banking Authority, the European Securities and Markets Authority and the European Insurance and Occupational Pensions Authority.

In March 1997, the European Council adopted Directive 97/9/EC which governs the investor compensation schemes ("ICD") in EU member states. The ICD is part of the framework for the establishment of a single market in financial services. It was modelled on the Directive 94/19/EC on deposit guarantee schemes. Based on an in-depth review of the situation and extensive consultations, the European Commission published, on July 12, 2010, a proposal to amend the existing ICD. The European Parliament issued a draft report on January 25, 2011 concerning the proposed European Commission Directive with respect to investor compensation schemes across the European Union. The report was adopted at a plenary session on July 5, 2011 ("ICSD")¹². It is anticipated that the ICSD in its final form will come into force sometime prior to the end of 2012. The aim of the ICSD is to protect investors against the risks of fraud, administrative malpractice, operational error and bad advice which cause the failure of an investment firm or a third party that holds, administers or manages the financial assets on their behalf. The ICSD approved by the European Parliament provides that:

- Clients receiving investment services from investment firms (including credit institutions) must be compensated in specific circumstances where the firm or third party is unable to return money or financial instruments owned by the client that it holds, manages or administers on its behalf.
- Coverage must extend to all investors which are not classified as professional, investment firms or institutional investors under the Markets in Financial Instruments Directive ("MiFID"). As a result, small-sized enterprises are generally covered¹³.

¹¹ These European developments have greatly influenced the policy direction for the regulation of the financial sector in Quebec. See, for instance, the Martineau report which proposed the creation of a multifunctional regulator, the AMF.

¹² Directive amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council

¹³ MiFID classifies as a professional a client who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs. In particular, enterprises which meet two of the following size requirements

- All investment services and activities covered under MiFID are subject to the ICSD¹⁴.
- The value of financial assets insured is capped at €100,000 per investor.

The scope of the protection mandated by the ICSD is extensive. The underlying principle which guided the European Parliament is that it is incumbent upon the supervisory authority to ensure that all entities providing investment services are duly registered and compliant and that it is a legitimate assumption for retail investors to assume that they are covered by the investor compensation scheme without checking the detailed conditions on a firm's authorization¹⁵. Accordingly, the ICSD also provides that:

- Investors must be covered for claims relating to the failure of an investment firm to return financial instruments to an investor due to the failure or default of a third party custodian. Investment firms remain responsible to take all reasonable steps to recover assets from a custodian. As a result, the level of protection provided for investors is the same irrespective of how financial instruments or money held on a client's behalf is held by the firm itself or by a third-party custodian selected by the firm.
- If a firm *de facto* holds, administers or manages client assets, then the clients are entitled to compensation. This is irrespective of whether the firm is doing so in breach of any limitation on its authorization (e.g. preventing it from holding client assets or from dealing with retail clients) or lacking such authorization and irrespective of the nature of the MiFID investment service it provides.

The policy issue of the delay in resolving investor compensation cases is addressed in the ICSD. It specifically recognizes that in the case of compensation schemes, the underlying situations of fraud, malpractices or operational problems covered by the Directive make a longer delay necessary in order to reconstruct the position of single investors¹⁶. Accordingly, whereas in the case of deposit guarantees, depositors must be repaid within twenty working days of the date on which authorities make their determination of the inability of a credit institution to repay the deposits, **investor compensation schemes must reimburse investors within 90 working days of**

on a company basis: (i) balance sheet total: EUR 20 million; (ii) net turnover: EUR 40 million; (iii) own funds: EUR 2 million, are deemed to be a "professional".

¹⁴ The MiFID list includes an extensive range of investment services and activities and ancillary services related to a comprehensive definition of financial instruments, including units in collective investment undertakings.

¹⁵ The amendment to the text proposed by the Commission adopted by the European Commission is unambiguous with respect to the legislative intent: "(5) Investors may not be aware of *lacking or limited authorisations* of investment *firms*, thus it is necessary to protect them in situations in which investment firms act *without, or* in breach of, their authorisation notably by holding client assets or providing services to a particular type of client *without, or* contrary to, the conditions of their authorisation. Therefore, schemes should cover clients' assets which are *de facto* held by investment firms in connection with any investment business." (Source: European Parliament legislative resolution of 5 July 2011).

¹⁶ EC.COM (2010) 371 final

the date where the eligibility and the amount of the claim have been established. The procedures necessary to establish the eligibility and the amount of a compensation claim depend on national administrative and insolvency laws.

To ease the burden on retail investors, the ICSD requires compensation schemes to provisionally pay partial compensation based on an initial assessment of the claim, if the payout delay exceeds a specified time period. The level of the partial payment should amount to one third of the initial assessment of the claim, the balance to be paid out later once the claim had been fully verified. Schemes have the ability to recover amounts provisionally paid out if it was subsequently determined that the claim was not valid.

Moreover, schemes making payments to compensate investors for failure of a depository or a third party have the right of subrogation to the rights of the investors against the investment firm in liquidation for amounts equal to their payments. This provision is necessary to allow a scheme to recover the funds paid for compensation. This provision does not diminish the responsibility of investment firms to recover assets from a depository or custodian.

The ICSD imposes a duty on investment firms to inform investors. In particular, they are required to:

- Make available to actual and potential investors information about the relevant investor compensation scheme including the amount and scope of cover. The information must be made available in a readily comprehensible manner.
- Disclose to investors in clear and simple terms what is effectively covered by the investor compensation scheme and they must also explain how it applies in cross border situations and clearly explain that losses arising from changes in the market value of the financial assets are not subject to the payment of compensation.

With respect to the funding of the investor compensation schemes, the ICSD specifies three basic principles:

- The cost of financing schemes should be borne by market participants;
- The schemes should be adequately financed in proportion to their potential liabilities;
- In order to provide a sufficient level of funding to deal with contingencies, a minimum target fund level must be established for all schemes. This target fund level must be fully funded within a 10-year period.

2.1.1 Investor compensation with respect to “Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities” (“UCITS”)

UCITS are open-ended funds investing in transferable securities and, within the constraints established by EU Directives, in other investment vehicles or strategies. They are the dominant type of regulated European retail funds.

The custody of UCITS is not a MiFID investment service. As a result, the ICSD would not cover UCITS and their units' holders in cases where losses would be suffered due to the failure of a UCITS depository or sub-custodian. The European Commission argued that this situation was comparable, in substance, to the one where losses are suffered due to the failure of an investment firm custodian or sub-custodian. Accordingly, the initial legislative proposal gave UCITS holders the right to be compensated by the investor compensation scheme if the assets could not be returned because of the failure of a UCITS depository or sub-custodian. The cost of this extension in coverage would have been borne by these entities rather than investment firms.

The European Parliament decided to exclude UCITS depositaries and sub-custodians from the application of the ICSD as they considered that they are sufficiently covered by other legislation. Indeed, the regulation of UCITS has been and continues to evolve through several iterations. The first UCITS Directive was adopted in 1985; it was substantially amended in January 2002 by two main Directives, the Management Directive and the Product Directive (UCITS III) and, then again, in 2009 (UCITS IV)¹⁷.

The regulations impose structural requirements. Directive 2009/65/EC requires UCITS assets to be safe kept by a depository. A UCITS fund must always appoint a custodian, an administrator and an auditor; each regulated in the jurisdiction of the UCITS fund. Depending on the structure, it may also appoint a management company or be governed by individuals (if incorporated under the form of a self managed UCITS fund). The custodian and the management company are controlling agents and are required to monitor the activities of the UCITS fund. **They are directly responsible to investors, irrespective of whether or not they have delegated their duties.** The management company must not delegate its functions to the extent that it would actually become a “letter box” company. The custodian also has strict custody requirements, and non-cash assets of a UCITS fund must be segregated.

A custodian cannot act as a management company and custodian to the same fund. It can act solely as custodian and may also assume the role of administrator. The administrator's responsibilities entail the determination of the net asset value of the UCITS fund, the management of the shareholder's register and acting as transfer agent. Both the administrator

¹⁷ Namely, Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985; Directive 2001/107/EC of 21 January 2002; Directive 2001/108/EC of 21 January 2002; Directive 2009/65/EC and Council Directive 3605/1/09 of 22 June 2009.

and the custodian are independent entities and they must be authorized by the EU Member State to perform these functions. The management company is the entity which has the ultimate responsibility for the management of the fund and its investments. The promoter of a UCITS fund offers an additional financial guarantee to investors for the actions of the management company and the UCITS fund. The minimum capital obligations required to act as a promoter of a UCITS fund is not set in EU law but Member States must ensure that the level is sufficient to provide added asset protection for the ultimate investors.

On July 1st, 2010, Commission Directive 2010/43/EU which applies to management companies pursuing the activity of management of UCITS and to depositaries holding the assets in which the UCITS are invested came into force. The Commission Directive imposes on the management companies the duty to act in the best interests of the UCITS when executing decisions on behalf of the UCITS they manage. It covers comprehensively matters concerning organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and the content of the agreement between a depositary and a management company¹⁸.

A lingering question remains: is the current legislation enough to protect investors? Consultations are underway with regards to further amendments (UCITS V) which would strengthen the role of depositaries by (i) expanding their oversight responsibilities; (ii) increasing their liability; (iii) giving all UCITS investors the right to sue depositaries, either directly or indirectly, through the management company; and (iv) by shifting the burden of the proof onto the depositary for negligence or intentional failure to perform its duties.

The proposed changes would see that in addition to safekeeping assets, depositaries would be required to ensure that all transactions (i.e. subscriptions, redemptions and cancellations of units) affected by or on behalf of UCITS funds are carried out in accordance with the law and the fund documentation. Crucially, depositaries must act independently and solely in the interest of the unitholders to effectively discharge this role.

The new rules would require UCITS to appoint a single depositary entrusted with the task of safekeeping all the fund's assets. The depositary must be in a position to have oversight and responsibility for all assets and cash transactions for the fund. The depositary would be required to perform independent controls over how the UCITS is managed on a regular basis

2.2 Investor Compensation Schemes in the United States

The system in the United States to compensate investors for losses resulting from the failure of a securities firm or from securities fraud is best characterized as a three-pronged approach. The first takes the form of a Federal securities investor compensation scheme, the Securities

¹⁸ In many respects, the Directive is substantially to the same effect as National Instrument 31-103, "Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations"

Investor Protection Corporation (“SIPC”). Its purpose is to provide protection against loss to customers resulting from the failure of a securities firm.

The second strand empowers the Securities and Exchange Commission SEC to compensate investors injured by securities fraud through the use of a Federal Account for Investor Restriction Fraud (“Fair Fund”). Fair Funds are established on a case by case basis. The sums available for compensation are obtained through disgorgement by the parties in violation of securities law and the monetary penalties levied through SEC administrative proceedings with respect to each case. Hence, the assertion that “insurance for investment fraud does not exist in the US” may be technically accurate but fails to recognize that another powerful and effective mechanism exists to protect individual investors from malevolent conduct by securities broker-dealers and issuers.

The third mechanism is under the jurisdiction of the states and relies almost exclusively on redress through the Courts.

2.2.1 The Securities Investor Protection Corporation

SIPC was established in 1970 with the adoption of Securities Investor Protection Act (“SIPA”). SIPC is constituted as a nongovernmental, non-profit private membership corporation. As a general rule, all SEC registered brokers and dealers and members of a national securities exchange are members of SIPC¹⁹.

The paramount objectives of SIPA and of SIPC, its operating arm, are to protect investor assets held by SEC registered broker-dealers in cases of financial failures and to provide protection against loss to customers in such an event. SIPA defines a “customer” as a person who has deposited cash with the SIPC member for the purpose of purchasing securities. In practice, SIPA is considered, in most material respects, as if it was a section of the Securities Exchange Act of 1934.

Upon SIPC being advised by either the SEC or an SRO that a broker or dealer (subject to their regulation) is approaching financial difficulty or breaching capital requirement rules, SIPC must inform the firm and file with any Court of competent jurisdiction an application for a protective decree and the appointment of a trustee.

¹⁹ The following categories of securities/investment firms are excluded from SIPC membership

- Persons whose principal business is conducted outside the U.S.
- Persons whose business as a broker or dealer consists exclusively of :
 - i. Distribution of shares of registered open end investment companies or unit investment trusts
 - ii. Sales of variable annuities
 - iii. The business of insurance
 - iv. The business of rendering investment advisory services to registered investment companies or insurance companies separate accounts

Pending issuance of the decree, the Court has: (i) exclusive jurisdiction over the debtor and its property; (ii) exclusive jurisdiction over any suit against the trustee with respect to a liquidation; (iii) the powers and duties conferred upon it by SIPA and Chapter 11 of the "U.S. Bankruptcy Code" ("Code"). The Court also stays any bankruptcy, mortgage foreclosure, equity receivership or other proceedings of same nature (reorganization, etc.) and may stay any proceeding to enforce a lien against property or any other suit against the debtor.

The "SIPC" trustee is vested with the same powers and title with the debtor and the property of the debtor as a bankruptcy trustee. Although, substantial portions of the Code apply to SIPA liquidation proceedings, its main purpose, contrary to the aim of Chapter 11 of the Code, is not to assist owners rehabilitate the firm but to effect its orderly liquidation²⁰. The Act is unambiguous: the purpose of these bankruptcy proceedings are:

- "1. As promptly as possible after the appointment of a trustee in such liquidation proceeding, and in accordance with the provisions of this Act
 - a) To deliver customer name securities to or on behalf of the customers of the debtor entitled thereto as provided in section 8(2); and
 - b) To distribute customer property and (in advance thereof or concurrently therewith) otherwise satisfy net equity claims of customers to the extent provided in this section;
2. To sell or transfer offices and other productive units of the business of the debtor
3. To enforce rights of subrogation as provided in this Act
4. To liquidate the business of the debtor²¹"

Moreover, without customers' consent, the SIPA trustee, subject to SIPC prior approval, may sell or otherwise transfer to another member of SIPC the customer accounts of the defaulting member.

²⁰ There is a fundamental difference in orientation between the two proceedings. There is a statutory grant of authority to an SIPC trustee to purchase securities to satisfy customer net equity claims to specified securities. The trustee is required to return customer name securities to customers of the debtor, distribute the fund of "customer property" ratably to customers and pay, with money from the SIPC fund, remaining customer net equity claims, to the extent provided by the Act. A trustee operating under the Code lacks similar resources. The Code seeks to protect the filing date value of a customer's securities account by liquidating all non-customer name securities. SIPA seeks to preserve an investor's portfolio as it took on the filing date. Under SIPA, the customer will receive securities whenever possible.

²¹ SIPA, Section 6

In the event of the refusal of SIPC to commit its funds or otherwise act for the protection of customers of any member of SIPC, the SEC may apply to a Federal District court for an Order requiring SIPC to discharge its obligations or for such other relief as the Court may deem appropriate²².

The level of protection provided by SIPC is set at \$500 000 for a securities claim and at \$250 000 if the claim is for cash. In accordance with SIPA, all the proceeds recovered through asset forfeiture settlements or other means are paid to the financial customers up to the "net equity value" of their assets at the "effective date". SIPC assumes all the accounting, legal, trustee and associated costs incurred to liquidate a brokerage firm and resolve customer claims.

The courts have focused on the substance of the transactions rather than their form. Accordingly, the jurisprudence holds that an investor may be deemed to have deposited cash with the registered broker-dealer for the purpose of purchasing securities – and thus be a covered customer – even if the investor initially deposited those funds with an entity other than the broker-dealer. Otherwise, SIPC is not required to cover losses resulting from the failure of an entity which is not an SEC registered broker-dealer or member of a national securities exchange. In the case of the Madoff's swindle, the SIPC Board stretched their definitions: a) to cover all transactions transiting through the brokerage firm, Madoff Investment Securities, even though the fraud was conducted by the registered investment advisor arm, which was not a member of SIPC and, b) to treat all claims as a claim for securities, not cash.

In order to mitigate the impact of the delays on customers in resolving bankruptcy cases, SIPC makes advanced payments to cover investor losses upon notice from the trustee of determination of a claim. They are not always trivial amounts: SIPC net advances in the Madoff case to carry out its statutory obligation to satisfy customer claims and to pay administration expenses amounted to \$1.06 billion.

Another approach used by SIPC to accelerate compensation payments is the out-of-court Direct Payment Procedure where it determines that it will be less onerous than bankruptcy proceedings and (i) the broker-dealer has insufficient assets on hand to reimburse the cash/securities owned by its customers; (ii) all customers are owe less than \$250,000; (iii) the claim of each customer is no more than the limits of SIPC advances²³.

With respect to communications with investors, substantial information material on the coverage provided by SIPC is available and generally made available to financial consumers by

²² One such case, the Stanford case, is presently pending before the courts. SEC claims that SIPC should compensate some Stanford victims even though their funds were held by a foreign bank, since it was controlled by Stanford. Thus far, SIPC has declined coverage.

²³ SIPC has also established an "hardship" program aimed at accelerating advanced payments to investors severely distressed by the delay in returning the assets and paying compensation.

broker-dealers. Worthy of note, false assertion of protection under SIPA (i.e.SIPC membership) is subject to criminal penalties.

Concerns about the adequacy of information provided to investors about SIPC policies and practices and financial consumers' responsibilities to protect their investments has been a recurrent theme and the topic of several reports. In response, the SEC and SIPC have implemented measures to increase investor awareness of SIPC's policies. These includes, for instance, inclusion in the SIPC brochure and Web site of an advice to investors that they should complain in writing to their securities firms about suspected unauthorized trades, a discussion of market risk and SIPC coverage and a requirement that firms that display an expanded statement about SIPC must include a reference or link to SIPC's Web site. Moreover, SEC, the NASD, and many securities firms provide the recommended disclosures about the scope of SIPC coverage to investors on their Web sites. SIPC also added links to Web sites in its brochure that offer information about investment fraud. Moreover, the SEC requires registered non-member broker-dealers and affiliates to disclose their non-SIPC status.

The funding of SIPC is achieved through levies on its members. SIPC is currently collecting assessments on its members based upon 0.25% of each member's net operating revenues from the securities business. As of December 31, 2010, the Fund stood at \$1.2 billion; the capitalization target has been set at \$2.5 billion.

SIPC is authorized to borrow in order to meet eligible customer claims obligations. The SEC may extend loans to SIPC where it determines that such loans are necessary for the protection of customers of brokers or dealers and the maintenance of confidence in the US securities markets. It currently has statutory authority to lend up to \$2.5 billion.

2.2.2 Additional Customers Protection

In order to protect customers from potential losses in excess of the SIPC protection limits, some major investment firms have purchased Excess SIPC insurance coverage. It must be noted that since its inception in 1971, the total value of the unsatisfied portion of claims not covered by SIPC amounted to \$47.2 million (351 claims out of 625,100). An important feature of the excess insurance coverage is that there is no commitment to pay on a claim until all assets of the defunct firm have been marshalled and distributed, a process that generally takes a lot of time.

2.2.3 Fair Funds

The US federal legislative history demonstrates a gradual but clear recognition that private recourse to the courts by injured financial consumers seeking compensation for financial losses caused by fraudulent or other unlawful actions by a securities firm or an issuer and their related parties is an inadequate and ineffective policy, unable to ensure reasonable investor protection and maintain confidence in capital markets and financial institutions. The direct involvement of a regulatory agency is required to secure redress and achieve the overarching objective of

investor protection in a timely manner, at reasonable costs. This direct involvement by public authorities is also required to restore the balance between the resources available to individual investors to marshal their case and those that corporations can generally harness. Accordingly, Congress has systematically expanded over the years the means available to the SEC to compensate investors for losses stemming from securities fraud and other unlawful actions. A significant step was the establishment under the Sarbanes-Oxley Act of 2001 ("SOX") of the Fair Fund program. This program was further expanded under the Dodd-Frank Act. Since 2002, more than \$9.5 billion in Fair Funds were ordered.

Table 1 shows the major milestones in the evolution of the law.

Table 1
Synthesis of the Fair Funds Legislative History

Year	Legislation	Scope
1970s	-	"The primary function of the SEC is to protect the public from fraudulent and other unlawful practices and not to obtain damages for injured individuals"
1990	The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act	Gave the SEC authority to seek disgorgement in administrative proceedings and to remit all disgorgement funds to injured investors. It also expanded its penalty authority to reach most violators of securities laws but such penalties had to be remitted to U.S. Treasury
1990s	Courts begin to ascertain their equitable power to grant the ancillary relief of disgorgement as a means to deprive defendants of their illicit profits	
2002	Sarbanes-Oxley Act. It established the Federal Account for Investor Restitution Funds ("Fair Funds")	It allowed certain penalties paid in enforcement actions to be added to disgorgement funds and paid to injured investors
2011	Dodd-Frank Street Reform and Consumer Protection Act	Eliminated the restrictions contained in SOX to ensure that all penalties related to a case could be added to disgorgement funds

2.2.4 The Role of the States

In the United States, the states play a substantial role in ensuring compliance with securities laws and regulations, financial consumers' protection and enforcement. For instance, in the 2002-04 period, the data shows that the SEC accounted for only 17.6% of total public enforcement actions compared to 40.8% for the state securities regulators.

Blue Sky States rely on court proceedings to obtain conviction in cases of securities fraud and settlement agreements with defendants in order to secure compensation for injured investors. For instance, in New York State, the Martin Act gives the Attorney General broad law enforcement powers to conduct public and private investigations of suspected fraud in the

offer, sale or purchase of securities and, at its discretion, commence civil and criminal prosecutions to protect investors.

The jurisdiction of state securities commissions to investigate and bring enforcement actions with respect to fraud, deceit or unlawful conduct in connection with securities transactions was explicitly preserved under the National Securities Markets Improvement Act of 1996 ("NSMIA"). The Dodd-Frank Act did not only confirm the jurisdiction of the states under NSMIA; it expanded the investor protection and enforcement roles of state securities regulators. In particular, the Act increased state regulatory authority over investment advisors having assets under management from \$25 to \$100 million. It is estimated that, as a result, about 4,000 investment advisers will switch from SEC to state registration.

2.3 Investor Protection Schemes in Canada

Three Canadian investor protection schemes are directly relevant to the topic of the AMF consultation exercise. The first, the Canadian Investor Protection Fund ("CIPF"), covers registered securities brokers and investment dealers across Canada. Financial consumers of mutual funds which are clients of an investment dealer in Canada are covered by CIPF. The second, the MFDA Investor Protection Corporation ("IPC"), covers mutual fund dealers in all provinces and territories, except in Quebec. The third, the Fonds d'indemnisation des services financiers ("FISF"), is a compensation system for victims of fraud committed by a representative or firm duly certified by the AMF in a sector covered by the FISF. It is limited to Quebec.

2.3.1 The Canadian Investor Protection Fund

CIPF is a securities industry sponsored not-for-profit private corporation established to compensate customers in cases where a registered securities broker-dealer member of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) becomes insolvent. Membership in IIROC and CIPF is mandatory for securities broker-dealers registered with a securities regulator in Canada.

Financial consumers are covered for losses incurred as a result of the failure of the CIPF member to return or account for securities, cash balances, commodities, futures contracts, segregated insurance funds or other property, received, acquired or held by, or in the control of, the member for the customer, including property unlawfully converted. In determining the coverage, CIPF distinguishes general accounts from separate retirement accounts. The maximum coverage for eligible financial losses for each category of accounts is set at \$ 1 million. Since IIROC is recognized as an SRO by the AMF, Quebec financial consumers enjoy the same protection as all other Canadians in the event of failure of "their" securities dealer, whether as a consequence of fraud or any other cause.

Losses arising from changes in the market value of financial assets are not covered. Moreover, financial consumers are covered only if they deal with a registered securities firm. In other

cases, CIPF coverage would not apply. Financial institutions and firms and the related parties to the firm in default are excluded from coverage.

The *Bankruptcy and Insolvency Act of Canada* was amended in 1997 to include provisions specific to the bankruptcy and ensuing liquidation of dealers in securities and clearing houses. These provisions, akin to those found in SIPA, give precedence to the interests of financial consumers over other claimants in the liquidation or bankruptcy of a broker or dealer in securities. CIPF is recognized as a "customer compensation body" under the Act; in several respects, it fulfills a role equivalent to that of SIPC in the United.

The determination of the amount and validity of a financial consumer's claim and the calculation of the financial losses eligible for compensation is performed by the appointed trustee in bankruptcy or the court appointed receiver. The following rules are applied to determine the eligible financial loss of each financial consumer:

- The date of bankruptcy of the member or the date of suspension of the securities firm's registration by a securities commission or by a recognized exchange because of a breach of capital adequacy rules is deemed the relevant date, whichever is the earliest, for indemnification purposes.
- The amount of securities delivered to a customer in satisfaction of a claim is the amount to which the consumer was entitled as at the relevant date net of any other compensation, without regard to subsequent market fluctuations.
- Where the securities are not available to be delivered, cash in an amount equal to their value as at the relevant date may be paid to the customer even though the amount of such cash may not be equal to the value of such securities as at the date of payment.
- Open positions in a client's account may, with or without notice, be closed out or liquidated pursuant to the terms of the account with the member or correspondent broker, clearing house or exchange requirements or applicable insolvency legislation or orders.

The CIPF coverage policy is uncommittal with respect to the time of payment following the determination of the claim by the trustee.

The CIPF is funded by member firms through an assessment based on revenues and a risk weighting assessment of each member firm. The risk factors include the strength of internal controls, profitability and capital adequacy, as determined by IIROC. Payments to CIPF are collected by IIROC and remitted quarterly.

As at December 31st, 2010, the assets available in the Fund stood at \$382 million. In addition, CIPF is insured in the amount of \$116 million for any one loss and in the annual aggregate

should CIPF have to pay in excess of \$100 million, and it has established lines of credit with two Canadian banks totalling \$100 million. IIROC has guaranteed these lines of credit by pledging its ability to assess members.

CIPF has given considerable attention to the assessment and mitigation of the risks inherent to its "business". The risk weighting formulae for the determination of the premium paid by each member firm is uncommon. The adoption of an extended whistleblower policy which provides that, in addition to employees, other persons can report to the Chair of CIPF's Audit Committee, confidentially and anonymously, any financial complaint or concern regarding questionable accounting or auditing matters relating to CIPF is worthy of note.

2.3.2 The MFDA Investor Protection Corporation

The MFDA Investor Protection Corporation ("IPC") is a not-for-profit corporation established in July 2005 by the Mutual Fund Dealers Association of Canada ("MFDA"), the SRO for all registered mutual fund dealers active in all parts of Canada, except for those which limit their activities to Quebec. Members of the MFDA are required to be member of IPC. As of June 30, 2011, thirteen MFDA member firms had their head office in Quebec. The assets under administration held by these Quebec based firms amounted to \$11.9 billion. Although MFDA is not recognized as an SRO by the AMF, they have entered into a co-operative regulatory agreement which allows MFDA to exercise its authority with respect to its members' affairs in Quebec regarding prudential regulation.²⁴

The purpose of IPC is to administer an investor protection fund ("MFDA Fund") for the benefit of clients of mutual fund dealers that are members of the MFDA in the event that a member firm is liquidated or becomes insolvent, whatever the cause. To benefit from IPC coverage, financial customers must hold an account with an MFDA member for the sole purpose of transacting securities business directly with the member. Since MFDA is not recognised by the AMF, Quebec customers of mutual fund dealers are not covered by IPC. Financial institutions and firms and related parties to a member are also excluded from coverage.

For the purpose of determining IPC payment, customer accounts are grouped in two categories, general and separate accounts. The maximum amount of coverage for eligible financial assets is \$1,000,000 for each category of account, subject to the aggregation of accounts within a category and net of any other compensation related to the loss. This coverage is similar to that provided by CIPF.

Eligible financial assets are restricted to securities, cash, segregated funds or other property in which an MFDA member is entitled to deal pursuant to this registration as a dealer under applicable legislation. Property that is held, or should have been held, by a MFDA member for

²⁴ The recognized SRO for mutual fund dealers and Approved Persons is the *Chambre de la sécurité financière*.

the account of a customer at the effective date of its insolvency and which the insolvent member is obligated to return to the customer is also covered.

The IPC coverage policy states that the following financial assets are not covered:

- Accounts with entities other than a MFDA member, including a member's affiliates or related organisation.
- Financial assets that are not held by a MFDA member, or not recorded in a customer's account as being held by a member, such as mutual fund securities that are registered directly in the name of the financial customer with a mutual fund company or deposits with financial institutions, even though they were sold through the member to the customer, unless they are otherwise in the custody or control of the member. Such custody or control may arise where a member or its representatives have ostensible control over assets of a customer holding client name financial assets by virtue of a power of attorney, trading authorization or temporary receipt of cash intended to be received by a mutual fund company or other issuer.
- Accounts held with MFDA members by financial customers domiciled in Quebec. Generally, for eligibility purposes, an account is considered to be owned by a Quebec resident if the office serving the customer is located in Quebec.

The timing of payments to injured customers is left at the discretion of the IPC Board of Directors.

The MFDA Fund is funded through the levy of quarterly assessments on MFDA member firms. As of June 30, 2010, MFDA Fund assets stood at \$27.8 million. In addition, the MFDA Fund maintains a \$30 million bank credit facility. This Facility is guaranteed by the MFDA. The MFDA Board of Directors has adopted a resolution to increase the size of the MFDA Fund to \$50 million over the next seven years.

Mutual fund dealers are deemed "securities firms" under the *Bankruptcy and Insolvency Act*. In line with the recommendation of the Working Group established by the IPC Board of Directors tabled in September 2006, IPC was recognized on March 25, 2011, as a *customer compensation body* and, therefore, now benefits from the special provisions of Part XII of the Act.

2.3.3 The Fonds d'indemnisation des services financiers ("FISF")

The FISF was established in 1999 pursuant to the *Act Respecting the Distribution of Financial Products and Services* ("DFPS Act"). Since 2004, it has been merged within the AMF. In 2005, three former industry sponsored compensation schemes, the Fonds d'indemnisation en assurance de personnes, the Fonds d'indemnisation en assurance de dommages and the Fonds d'indemnisation des planificateurs financiers, were merged into the FISF. Even though its assets

are kept separate from other AMF assets, the FISF is an intrinsic part of AMF, not a distinct corporate entity.

The purpose of the FISF is to indemnify victims of fraud, fraudulent tactics or embezzlement committed by a firm, an independent representative or an independent partnership registered under the DFPS Act or a mutual fund dealer or scholarship plan dealer registered under the *Quebec Securities Act*²⁵. It is an investor compensation scheme established for the limited purpose of indemnifying fraud related losses caused by a registered entity or representative acting within the boundaries of their registration.

The maximum compensation payable by the FISF is \$200,000 per claim. The AMF assumes the cost of the legal action initiated to obtain a receivership order. However, the receiver's fees and expenses are paid out from the assets under administration, hence, by the financial consumers and not directly by FISF as is the case with SIPC.

The FISF coverage policy excludes from compensation losses arising from a fraud:

- committed by a registered person or organization which is not in the categories included for coverage by the Fund (i.e. securities broker-dealers and fund managers);
- committed by a registered person or organization covered by the Fund with respect to activities in breach of any limitation on its authorization or lacking such authorization;
- undertaken by an individual or organization that is not a registered representative of a covered firm.

Despite the fact that FISF's coverage policy excludes non registered entities or representatives, the Courts have ruled that due account must be given to the formal and informal connections linking entities of a same group involved in a financial fraud and, therefore, that injured financial consumers are entitled to the insurance coverage whether or not the fraud originated directly from a registered or non registered member of the group²⁶. In essence, substance must prevail over form. This Court ruling is in line with existing U.S. jurisprudence and to the same effect as the European ICST. Nevertheless, the eligibility conditions of the scheme make it very difficult for any communications program to explain the "ins and outs" of the FISF scheme to financial consumers in an effective manner. The AMF recognizes this problem: "The scope of current

²⁵ FISF covers the fraudulent actions carried out by the registered market intermediaries which carry activities in the following segments : insurance of persons, group insurance of persons, damage insurance, claims adjustment, financial planning, mutual fund brokerage, scholarship plan brokerage.

²⁶ 3677842 Canada Inc. v. Autorité des marchés financiers à titre d'administrateur et gestionnaire du Fonds d'indemnisation des services financiers (2010 QCCS 5306(CANIII)). Justice Godbout states that « étant donné que M. Lacroix était directement ou indirectement actionnaire de tous ces intervenants, chacun doit être considéré responsable de la fraude » (par. 182)... « ce détournement de fonds est l'objectif ultime d'une démarche plus vaste, soit la mise en situation de plusieurs intervenants qui, accomplissent leurs fonctions usuelles, et qui sont parties à une fraude. » (par. 195).

coverage under the Compensation Fund is limited and misunderstood, since it varies depending on the intermediary's registration category and the product offered."²⁷

FISF excludes from coverage losses resulting from the bankruptcy of a covered registered market intermediary that is not caused by fraud. **Since MFDA is not recognized as a self-regulatory organization in Quebec, assessments for the MFDA Fund are not levied in respect of assets under administration of MFDA members in Quebec and their Quebec customers are not entitled to the protection of IPC should a MFDA member fail for any reason.** Thus, in the event a mutual fund dealer fails for any reason other than fraudulent actions against Quebec financial consumers, it is highly problematic whether losses incurred by Quebec financial consumers would be eligible for compensation by any present investor compensation scheme (i.e. IPC or FISF).

The primary source of funding of FISF is an annual assessment of the representatives covered by the scheme. In contrast to other investor compensation schemes, FISF is not capitalized. Since 2003-2004, FISF has been in a deficit position.

III. THE PERVASIVE INFLUENCE OF BANKRUPTCY AND INSOLVENCY LAW

The determination of the financial assets owned by financial consumers and the shortfall in the value of such assets, if any, under the management of a financial services firm which becomes insolvent immediately brings to the fore the legal constraints that govern bankruptcy proceedings and their – often uneasy – interplay with investor compensation schemes. This applies in all jurisdictions; Canada is no exception.

In Canada, bankruptcy and insolvency is a legislative competence of the federal Parliament²⁸. In the event of incompatibility between the provisions of the *Bankruptcy and Insolvency Act* or the *Companies' Creditors Arrangement Act* ("CCAA") and a provincial law, the former prevail.

In 1997, the *Bankruptcy and Insolvency Act* was amended to incorporate Part XII - *Securities Firm Bankruptcies* in order to simplify and streamline the administration of a bankrupt securities firm's estate. Prior to this amendment, liquidation of these estates was time-consuming, complex, uncertain, and costly to both investors and creditors. Customers of the bankrupt firm would raise myriads of competing claims creating litigious conflicts which proved difficult and costly to resolve. Often, while waiting for adjudication of these claims, the trustee in bankruptcy would have to hold potentially volatile securities whose value could plummet while customers battled over their entitlement to these assets.

Part XII creates three distinct baskets of financial assets:

²⁷ AMF – "Reference Guide : Protection Mechanisms", november 2011, p.65

²⁸ Para 91 (21) of the Constitution Act of 1867

- Customer name securities: these assets do not vest in the trustee as they are owned by the customers. If and when identified, they must be returned to their "owner" (e.g. the financial consumer). In practice, this is normally effected by the bulk transfer of the customer accounts to another registered dealer in good standing.
- The Customer pool fund: the pool fund is constituted with all the cash and securities (other than Customer name securities) held by the bankrupt securities firm. The assets in the Customer pool fund are allocated in the following order of priority: (i) for costs of administration to the extent that sufficient funds are not available in the general fund to pay such costs; (ii) to customers in proportion to their net equity; and (iii) to the general fund. In effect, this provision creates a *priority* status for financial consumers
- The general fund which includes all remaining property of the bankruptcy securities firm.

Two court decisions pertaining to the application of the Act are particularly relevant to the mutual funds industry. In *Farm Mutual Financial Services ("FMFS")*, the Court established that the purchase of the fund units, the confirmation of same and the recording of their interest in each of the funds register and in the transaction summaries of the monthly statements delivered to unitholders constitutes evidence that unitholders have clearly ascertainable legal and equitable rights in the portfolio assets and the funds units. Therefore, neither the portfolio assets nor the pooled funds units were owned or held by FMFS and they could not have vested and did not vest in the trustee. Note that "held" means possession rather than control. As stated in the *Portus* decision, section 261 of the *Bankruptcy and Insolvency Act* should be construed in such a way that **form does not triumph over substance**. In a nutshell, units of a mutual fund are securities in their own right and must be treated accordingly.

With respect to the assets to be segregated in a Customer pool fund, it is now established that all the cash and securities held by a securities firm at the date of bankruptcy vest in the trustee, not just the cash or securities beneficially owned by the securities firm. The only securities excluded from the *pool* are the Customer name securities.

The definition of *securities firm* is much wider than the usual definition in securities legislation. Any person required to be registered to enter into securities transaction with the public is a *securities firm*. Thus, mutual fund dealers are *securities firms* under the Act. A firm qualifies as a *securities firm* even if only part of its business consists in the buying and selling of securities; it may be its primary business, or it may simply be part of its overall business. Hence, a duly registered portfolio manager may be a *securities firm* even though unregistered as a broker. An

investment company engaged in day trading with investors' funds in equity markets is also deemed to be a *securities firm* under the Act²⁹.

Two other important features of Part XII of the *Bankruptcy and Insolvency Act* are:

- The right given to securities regulators to file an application for a bankruptcy order in respect of a registered securities firm which has been suspended due to its failure to meet the capital adequacy requirements.
- The exceptional status given a *customer compensation body* recognized under the Act which has the right to file an application for a bankruptcy order in respect of an insolvent securities firm and the right to participate in the administration of a bankruptcy estate by designating an inspector. The trustee in bankruptcy has the obligation to consult with the customer compensation body throughout the liquidation process.

The FISF is neither an insolvency protection insurance program nor a corporate entity. One important consequence stemming from its limited and singular mandate is that FISF (and AMF) is deprived of the important benefits available to *customer compensation bodies* recognized under the *Bankruptcy and Insolvency Act*. This status gives the right to **participate in the administration of a bankruptcy estate by designating an inspector and be consulted by the trustee in bankruptcy.**

This "special" status is important in complex bankruptcy proceedings. Several recent cases were Ponzi schemes where the returns paid to investors as bogus investment earnings or the redemption of the investment are funded by the embezzlement of the investments made by other investors. This gives rise to numerous intricate problems. Under bankruptcy law, the trustee can recover the payments made in the three months preceding the date of bankruptcy since they would be deemed preferential payments³⁰. Moreover, within the first year of his appointment, the trustee in bankruptcy may avail itself of the paulian remedy under the Civil Code to claw back fraudulent payments made up to three prior years. "Fraudulent conveyance" provisions to same effect are generally available under other provincial statutes³¹.

The decisions of the trustee in bankruptcy are determinant for the fair treatment of investors. For instance, how should the "net equity value" of each financial consumer be determined in a Ponzi case? The equitable rule is that the cash payments (e.g. cash in and cash out) are the

²⁹ A bank, a member of the Canadian Payments Association and local cooperative credit societies member of a central cooperative credit society are not a *securities firm* since they are excluded from the definition of "corporation" under section 2 of the *Bankruptcy and Insolvency Act*

³⁰ This period is extended to twelve months for dealings with a party not dealing at arms' length.

³¹ The expression "fraudulent conveyance" or "payment" refers to the nature of the payment (i.e. made with stolen funds) and not to the intent of the payee.

determinant factors, a treatment that inevitably spurs litigation from aggrieved investors. In the words of the U.S. Second Circuit Court of Appeal decision in the New Times case "Treating...fictitious paper profits as within the ambit of the customers' "legitimate expectations" would lead to the absurdity of "duped" investors reaping windfalls as a result of fraudulent promises made on fake securities³²." Clearly, the ability to engage with the trustee as these decisions are contemplated constitutes a crucial advantage and may be decisive for the fair treatment of Quebec financial consumers.

3.1 Time is of the essence

The interdependencies between investor compensation schemes and bankruptcy and insolvency laws are critical to the resolution of the cases and the performance of the schemes. In particular, any delay in taking control of a financial services firm once its financial integrity is questioned by regulators accelerates the dissipation of customer assets and lessens the potential for recoveries. This hard lesson has been taken into account in bankruptcy laws. It constitutes the *modus operandi* of experienced investor compensation organizations, a critical factor that is helped by their private corporation status and their privileged position in bankruptcy proceedings.

In Canada, the legislation dealing with the bankruptcy of banks, federally incorporated insurance companies and securities broker-dealers give broad and immediate control to the regulators to take control of the proprietary assets and those under administration by the firm to effect orderly liquidation in cases where the firms do not meet established capital thresholds³³. For instance, in the case of a securities firm, the law states unequivocally that the suspension of a broker-dealer by a securities commission or a securities exchange **constitutes an act of bankruptcy if the suspension is due to the failure of the firm to meet capital adequacy requirements.**

In the United States, the SROs and the SEC are required to immediately report to SIPC concerning any member **who is in or approaching financial difficulty**. SIPC can then apply to a Federal District Court for the appointment of the trustee it recommends to carry out the liquidation. Upon application to the Court, the assets of the firm are under the exclusive jurisdiction of the Court and all proceedings against the firm are stayed. In the Madoff case, the arrest of Bernie Madoff occurred on Thursday, December 11th, 2008. The trustee selected by the SEC/SIPC was appointed by the court on Monday, December 15th, 2008. The "effective date" was determined to be December 11th; all the assets, including Madoff's personal assets, were frozen by the court as of that date.

³² U.S. Second Circuit Court of Appeal, 463F.3d 125, 130 (2006)

³³ *Financial Institutions Amendment Act, 1997, s.c. 1997 (Bank Act and Insurance companies Act), Winding-up and Restructuring Act; Bankruptcy and Insolvency Act, R.S.C., 1985, s.B-3 (Part XII).*

In the Norbourg case, the fraudulent activities were reported to the authorities on June 21st, 2005. The AMF took control of four main entities of the Norbourg Group and the mutual funds on August 25, 2005, with the appointment of a provisional administrator. The provisional administrator submitted a preliminary report on September 26, 2005, indicating that the shortfall in customer assets was in the order of \$130 million. On October 13, 2005, Norbourg Group's principal put the five main entities of the Group into bankruptcy and a trustee in bankruptcy was appointed. Since the funds were constituted as "trusts", they could not technically be declared bankrupt under the law³⁴. A liquidator was appointed on October 25, 2005 by the Minister of Finance to wind-up the mutual funds. The final outcome was that the Norbourg companies were liquidated by the trustee appointed pursuant to the *Bankruptcy and Insolvency Act* whereas the mutual funds were liquidated by a Quebec appointed liquidator under the *Quebec Securities Act*. No one disputes the fact that the delays in effecting the settlement of the Norbourg case have nothing to be commended.

The AMF is not without tools to deal with such a situation. First, at the request of the AMF, the Bureau de décision et révision can issue "cease and desist" orders which may effectively result in freezing the assets of the firm located in or controlled from Quebec. Second, it can have a receiver appointed by the Quebec Superior Court under the *Act Respecting the Autorité des marchés financiers*³⁵. Under the Act, the Superior Court may also, in certain circumstances, order the winding-up of a person, partnership or other entity and appoint a liquidator, or assign all their property for the benefit of its creditors and appoint a trustee³⁶. Although this may cover a situation that is circumscribe to Quebec, it does not limit initiatives on the part of the principals of the delinquent firm in the 10 days notice period prior to the appointment of the receiver nor does it give financial consumers priority over other creditors as provided in federal legislation. More importantly, it fails to provide comforting answers to the question "what if" the operations of the failed firm were mainly outside Quebec?

Current regulations allow a mutual fund to invest in another fund. A feeder/master fund arrangement raises interesting questions which are clearly outside the purview of a liquidator. For instance, in the event of the failure of the master fund organization, should the feeder fund be considered has a single investor or should the financial consumers which have invested in the feeder fund be considered as individual unitholders or shareholders of the master fund? Assuming the feeder fund is Quebec-based and the master fund managed in another jurisdiction, the dissipation in the asset value in the feeder fund would not be caused by

³⁴ This conclusion remains valid under either common law or civil law.

³⁵ Act respecting the Autorité des marchés financiers, R.S.Q. c. A-33.2, sections 19.1 to 19.7 and section 239 (5) of the Quebec Securities Act.

³⁶ At the time of the Norbourg affair the receivership and winding-up procedures were different. The *Quebec Securities Act* then provided that the Minister of Finance could, upon a recommendation from the Bureau de décision et de révision, order the liquidation of a registered person or company and appoint a liquidator to implement the order. This is the route the AMF followed in the Norbourg case.

fraudulent actions on the part of the feeder mutual fund dealer. How would FISF treat the financial consumers harmed by the demise of the master fund organization? And what protection would FISF provide if that situation caused the failure of the feeder mutual fund dealer?

Quebec financial consumers are short-changed in their level of protection by a regime that does not reflect the facts that a significant part of the mutual fund industry active in Quebec is domiciled in other jurisdictions and that bankruptcy proceedings are becoming singularly more complex. This concern does not arise solely because of the volume of business these firms conduct in Quebec but, more importantly, because the larger level 4 mutual fund dealers hold client assets, other than cash, in nominee name.

The complex legal structures, including regulated and unregulated entities, that do not necessarily correspond to integrated, interconnected operating structures and the national and international scope of operations complicate bankruptcy proceedings. Experts generally agree that it is imperative to provide regulatory input in the bankruptcy process, particularly in complex multi-jurisdictional bankruptcy processes. Contrary to the other Canadian investor compensation schemes, FISF is not recognized as a *customer compensation body* under the *Bankruptcy and Insolvency Act*. The current Quebec approach deprives the AMF – and consequently Quebec financial consumers – of the ability to exert a direct influence on the actions and the decisions of the trustee in a mutual fund dealer bankruptcy.

IV. OBSERVATIONS ON THE QUEBEC APPROACH TO INVESTOR COMPENSATION RELATED TO MUTUAL FUNDS

Contrary to investor compensation schemes in all other jurisdictions, the FISF does not compensate financial consumers in the case of the failure of a registered mutual fund dealer unless it is the result of fraud, embezzlement, theft and other forms of misappropriation committed against Quebec financial consumers. FISF compensates financial consumers for the dissipation of financial assets caused by fraud whether or not the registered dealer or representative is insolvent.

This peculiar approach adopted by the Quebec Government for the regulation of mutual fund dealers and the FISF stems from a rationale which was heavily borrowed from the compensation schemes adopted by the accountant and lawyer professional orders in Quebec to protect clients who have deposited moneys that the professionals must hold in trust. Accordingly, the organizing principles of the architecture of the regime aimed at protecting Quebec financial consumers dealing with mutual fund dealers are centered around the registered representative as an individual professional at the exclusion – almost – of the corporation which is their employer or for which they work as an agent. This approach is seriously at odds with the structure and functioning of the industry.

The mutual fund business in Europe and North America, is an industry of sizeable proportions. Mutual fund firms run the gamut from very large to very small. In Canada, as of June 30, 2011, 53 of the 132 members of MFDA had 10 Approved Persons or less; 41 had more than 100 Approved Persons of which 17 had over 1,000 Approved Persons.

The Quebec mutual fund industry is not a cottage industry. As of September 30th, 2011, the value of the financial assets held by Quebecers in mutual funds amounted to \$110.3 billion of which 45.6% were held in the custody of deposit taking institutions. In fact, about 63% of the AMF registered representatives are in the employ of Quebec-based MFDA member mutual fund dealers and 33.5% of other MFDA member mutual fund dealers active in the Province. In fact, about 90% of the representatives in Quebec are employed or agents of large financial institutions or corporations. **Clearly, an investor compensation scheme centered on representatives is misaligned with the structure and workings of the industry.**

4.1 A Risk Assessment Overview

Financial consumers are exposed to a range of risks when engaging a financial services firm to carry out investment services on their behalf. First, they are exposed to losses from a range of operational failures in the handling of their funds or management of their investments. Such mistakes are frequent but tend to be of limited impact for financial consumers. For instance, the Financial Ombudsman Service in the United Kingdom reports that 30% of the complaints concerning investment services and products pertain to administrative issues. Second, financial consumers are exposed to the risk of losses arising from inappropriate and negligent investment advice.

Third, financial consumers are subject to financial risks in the event of the default of the financial services firm. Although a low-probability risk, the impact of a default can be significant if the consumers' assets are not properly segregated from those of the firm in default. Segregation errors may arise from negligence or system failures. If assets are segregated and held with a third party, another source of low-probability but potentially high-impact risk is that of the default of the third party.

Fourth, financial consumers are exposed to the risks of theft, embezzlement or other fraudulent misappropriation of assets. The consequences can be very costly if such frauds result in the insolvency of the firm and assets are not properly segregated.

Table 2 provides a summary of the main types of risks to which financial consumers may be exposed, distinguishing between financial and operational risks.

Table 2
Classification of risks

MAIN TYPES OF RISK	DESCRIPTION
Financial risks	
Firm default	The risk that, in the event of a default by the firm, customer assets are treated as part of the assets of the defaulting entity rather than belonging to customers. Firm default may also impose costs to customers in terms of disruption and inconvenience.
Third-party default	The risk of customer asset losses in the event of a default by a third party. The third party may be a custodian institution that holds customer accounts, or an intermediate broker, clearing house or other party to which the firm transfers customer funds for transaction purposes
Operation risks	
Theft or embezzlement	The risk of customer assets being stolen or otherwise misappropriated by employees or managers of the firm or third party
Fraud	The risk of an unauthorised transfer or fraudulent use of customer assets (eg, to cover own-account trading losses), or other dishonest behaviour conducted by employees or managers of the firm or third party
Segregation error	The risk that customer assets are incorrectly identified as firm assets rather than customer assets, or vice versa
Settlement error	The risk that there is a mismatch between delivery of securities and payment of customer funds
Reconciliation error	The risk that the firm is unable to reconcile customer balances in its own internal records with those in the reports of third parties
Accounting or record-keeping error	The risk that, due to recording problems, the firm is unable to allocate customer assets to individual customers
Failure to execute (or other breaches of) client instructions	The risk of losses arising from a firm's failure to execute a customer's transaction on time or in the correct manner or to otherwise breach instructions
Other poor investment management	The risk of churning, mispricing, corporate action failures, stocklending failures, etc
Bad investment advice	The risk of receiving negligent financial advice (eg, advice without a reasonable basis)

The empirical evidence leads to a number of relevant conclusions³⁷:

- Risks to financial consumers' assets differ widely in terms of impact and probability. Risks that have a high impact in terms of potential customer losses have a low probability of occurrence. In contrast, high-frequency risks tend to have a lower financial impact.
- Financial risks associated with insolvency can lead to potentially large financial consumers losses, but these risks occur infrequently. As a rule, financial services firms have to segregate client assets from firm assets and, as in the case of mutual funds, generally hold the assets in trust with a third party depository. The default of the third party, particularly when it is a "related" party within a financial conglomerate, is therefore the risk with the largest potential impact – larger than the default of the investment firm itself.
- Despite the segregation requirements, several cases were observed where the default of the financial services firm itself resulted in consumer losses. **These losses mainly occurred in smaller and poorly capitalised firms.** In these cases, losses arose because insufficient funds had been segregated or because the poor record-keeping and control system of the firm resulted in a lengthy and difficult process to allocate and distribute funds to the financial consumers.
- Operational risks have a higher probability of occurrence than default risks, with settlement and segregation errors ranked as the most frequent risks. In general, such operational risks do not lead to customer losses because the operational issues are either resolved quickly by firms before any losses are incurred or, if losses did occur, they are covered by the firms. However, if severe, operational failures can trigger a bankruptcy and do exacerbate the impact. Hence, the robustness of the capital structure of financial services firms is critical to financial consumers' protection. This explains why the incidence of failure caused by operational shortcomings is much higher for smaller firms. Breaches in conforming to the restrictions associated with the registration status of the firm heightens considerably the risks of failure. There have been instances where firms handled customer cash and securities although they were not permitted by the regulator to do so. **This type of breach against regulation has principally been observed among smaller independent firms, most of which are not permitted to hold customer assets.** There have also been instances of customer cash or securities misappropriation (fraud or theft of customer assets by employees or principals of

³⁷ Biais, B., Casamatta, C. and Rochet, J.C. (2003). "Operational Risk and Capital Requirements in the European Investment Fund Industry", a report prepared for the Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; BIS (2003), "The 2002 Loss Data Collection Exercise for Operational Risk: Summary of the Data Collected", Bank for International Settlements, March 2003.

the firm) as well as errors and delays in allocating customer entitlements, such as dividend or interest on securities. **The failure of Essex Capital Management Ltd, an introducing broker, which has cost \$6.1 million to CIPF is a case in point.**

- The experience across jurisdictions is that the distribution of losses is heavily skewed: in most cases, losses are relatively small but there are cases in which large losses may arise. The latter will occur, in part, because of the participation of large firms in the investor compensation scheme or, the possibility of a multiplicity of defaults of smaller firms.

4.2 The Structural Characteristics of Mutual Funds

Open-end mutual funds are investment funds generally organized as trusts; only a small percentage of mutual funds in Canada are corporations. The defining characteristic of a mutual fund is that the investor – the unitholder or shareholder – is entitled to redeem its trust units or shares on demand for a proportionate share of the net asset value of the trust or corporation. The units or shares are typically non-transferrable. The investor looks to the fund for liquidity.

In the commercial reality, the fund promoter or fund manager is the driving entity. The manager is typically a financial services firm. The promoter initiates the pooling of capital in the fund and controls the formulation of the funds constitution. The manager controls or manages the funds distribution, administration, or operation. Typically, the promoter or manager will draw together all of the other service providers to the fund or agree to provide some or all of the services itself. The main service providers required are: the custodian, who possesses the investments as bare or custodial trustee; the trustee (in the case of mutual funds organized as trusts) who is the legal owner of the investments such that a trust is created having beneficial ownership interests with the unitholders; the investment adviser, who provides expertise in the investment of the capital; the registrar and transfer agent; and, the distributor³⁸.

There are four basic types of trustee arrangements (as distinct from the custodian) for mutual fund trusts: (i) the mutual fund manager who also acts as trustee of the funds; (ii) the unrelated registered trust company; (iii) the registered trust company that is related to the manager; and (iv) the individual.

- A mutual fund manager which is also the trustee of its mutual funds is a common arrangement. Implicit in this structure is the proposition that the manager's standard of care under securities legislation to act in the best interests of the mutual fund is not

³⁸ In this note, the term "manager" is used as per OSC Rule 81-107 where it means the "investment fund manager", the person or company that directs the business, operations or affairs of a mutual fund and a "management company", the person or company who provides investment advice, alone or together with administration or manager services, under a management contract. R.S.O. 1990, Chapter 5.5

different in kind from the fiduciary obligation owed by the trustee to the unitholders at common or civil law.

- Another prevalent arrangement consists of an unrelated registered trust company acting as trustee of the funds. In this case, the trust company is generally the custodian of the funds as well. These corporate trustees tend to act primarily as custodian and generally delegate most trustee functions to the fund managers.
- The third type of arrangement is a related registered trust company acting as trustee of the funds. In most cases, this kind of arrangement involves a bank – or credit union-owned mutual fund manager coupled with a trust company owned by the financial conglomerate. Again, these corporate trustees tend to also act as custodian of the funds.
- The least common type of trustee used by the mutual fund managers is the individual trustee. Only a handful of the mutual fund managers in Canada have a group of individuals acting as the trustees for their funds. The individual trustees are generally members of the senior management team of the parent company. These individual trustees are generally not independent members and they are active in the governance of the funds.

Mutual funds organizations differ also by their distribution system. One common structure sees a mutual fund manager acting as wholesale distributor of the funds and, in that capacity, assuming responsibility for marketing the funds. While some of these funds may sell directly to the public, the bulk of their funds are sold through broker-dealer networks.

The vertically integrated distribution structure is the other main approach. A good number of mutual fund firms sell their funds to the public through their own exclusive career sales force. Although some conventional mutual fund firms have adopted this organizational structure, it is the rule for bank-owned managers which sell their funds through staff at bank branches and insurance company-owned managers which sell their funds through an exclusive career sales force that is dually licensed as mutual fund sales persons and insurance agents. It is also the case for credit union-owned mutual fund firms which sell to credit union members through the credit union branches. We observe that these firms have a common element: they offer mutual funds to their clients as part of a larger cluster of financial services. Another variant sees firms providing marketing and system support to a dedicated sales force which is deemed to be independent because it is not obligated to sell the firm's fund.

The mind and management of a mutual trust fund is inverted from what a trust structure usually entails since the manager usually exerts effective control over the fund while here, the trustee is little more than a service provider. This is fertile ground for conflicts of interest arising from both structural aspects and matters of factual circumstances or situations. The fiduciary obligations owed to unitholders by the fund manager and the trustee mainly arise from the

constitutive legal regime of the trust itself either at common law or under the Civil Code; the duties are generally quite similar from one to the other legal tradition but are not co-extensive *per se*. Hence, in the case of a mutual fund trust and in light of the large body of jurisprudence on these matters, there is no question “that a typical fund manager, responsible for decision-making with respect to the day to day affairs and operation of the fund, will be in a fiduciary role vis-à-vis the unitholders of the fund. This is the likely outcome whether one has resort to the standard of care set out in the relevant securities legislation or to the common law principles that have developed for determining the existence of fiduciary obligations³⁹.” Indeed, it is correct to assert that the central tenet of Canadian mutual fund regulation is that the fund manager has the responsibility and accountability for managing its mutual funds in accordance with its fiduciary responsibilities.

Although the obligations stemming from private law are broad, they are not considered sufficiently normative to ensure the protection of investors. In all major jurisdictions, regulation of mutual funds under securities law compared to other pooled investment alternatives is extensive. For example and of particular relevance to the risks facing an investor compensation scheme, the mutual fund regulatory framework now requires:

- a) The registration of mutual fund managers which are subject to minimum standards designed for the business of managing mutual funds⁴⁰. Registered investment fund managers are required to maintain fidelity bonds or insurance;
- b) Any agreement or declaration of trust under which a person acts as manager of a mutual fund must provide that the manager is responsible for any loss that arises out of the failure of it, and of any person retained by it or the mutual fund to discharge any of the manager’s responsibilities to the mutual fund. The manager remains responsible to the mutual fund, and therefore indirectly to its security holders, for the duty of care that is imposed by the securities legislation for himself as well as for the service providers which must also perform to the level of that standard of care⁴¹.
- c) The establishment of an Independent Review Committee. The mandate of this governance agency which owes its allegiance to unitholders is to resolve conflict of interest situations involving the mutual fund manager, if and when they should arise⁴²;
- d) Restrictions concerning the financial institutions or corporations that may act as custodian⁴³.

³⁹ Stevens, David. P – “Trust Law Implications of Proposed Regulatory Reform of Mutual Fund Governance Structures”, A Background Research Report to Concept Proposal 81-402 of the Canadian Securities Administrators, March 2002.

⁴⁰ Quebec Securities Act, R.S.Q.c. V-1.1, section 148, see also sections 159.1 to 159.3.

⁴¹ Regulation 81-102 respecting mutual funds, section 4.4 (C.V-1.1, r.39).

⁴² Regulation 81-107 respecting independent review committee for investment funds (c.V-1.1, r.43).

Conflicts of interest are inherent to most mutual fund structures. The investor's "ownership" of a mutual fund is separate from the manager's management and control of that mutual fund. Hence, the potential exists for the interests of investors to diverge from the interests of the fund manager. The potential that the self-interest of mutual fund managers will conflict with the interests of investors is further exacerbated by the power imbalance between mutual fund managers and financial consumers. The reality is that the extensive regulations are simply safeguards and means to mitigate the risks inherent to the mutual fund structure; they do not, however, eliminate those risks similarly to traffic laws which do not prevent someone, somewhere, exceeding the speed limit. The risks that confront an investor compensation scheme for mutual fund dealers are shaped by these peculiar organisational and legal arrangements.

4.3 The Design Rationale of the FIF

The impetus that has led to the creation of the FIF was based on a view of the evolution of the structure of the Quebec financial industry that no longer forms the basis of the policies pursued by the Quebec government in this area. It is useful to retrace its genesis and contrast the present reality with the underlying assumptions.

Ever since the publication in 1962 of the "Parizeau Report" on the regulation of the financial sector in Quebec, the policy direction has been to promote the elimination of the barriers between the different segments of the industry. In order to maximize the economic benefits of the "décloisonnement", Quebec adopted the *Market Intermediaries Act* in 1989, superseded by the *Financial Services and Products Distribution Act* (the "FSPD Act") in 1999. This Act lifted the barriers to the establishment of multi-sector distribution firms for financial products and services, including insurance based saving and mutual fund products (through "cabinets"). The oversight of the mutual funds distribution component was transferred from the Quebec Securities Commission to a newly created entity, the Bureau des services financiers ("BSF"). Clearly, the assumption was that the regulations for the distribution of securities and insurance products would be merged into a single regime. It is in this context that the Fonds d'indemnisation des services financiers was created. The FSPD Act established a whole new compensation scheme distinct from the CIPF which is compulsory for securities firms.

Implementation of this reform created problems of its own that were documented in the "Martineau Report" of 2001. The Report recommended a wholesome reform anchored on an integrated regulator, the AMF. The policy thrust to consolidate the regulations concerning the distribution of financial products in Quebec was reasserted. Not much was said at the time about the relevance, design and scope of coverage of the then existing compensation schemes, except a broad recommendation to merge all of them into a single "patrimoine d'affectation"

⁴³ Regulation 81-102 respecting mutual funds, sections 6.2 and 6.3 See generally part 6 *Custodianship and portfolio assets* (C.V-1.1, r.39).

under the direct management of the AMF. In 2002, the integrated vision proposed by the Martineau Report was incorporated in the legislation that created the AMF.

This integrated vision was soon cast aside to pursue the pan-Canadian securities regulatory initiative put forward in September 2004 by the Council of Ministers responsible for securities regulation. This initiative was aimed at adopting a highly harmonized securities regulatory framework across Canada that would allow a passport regime to be put in place. In 2009, Quebec took the first step in unravelling the intellectual construct that informs the current approach by reintegrating the mutual fund and investment contract segments of the FSPD Act into the *Quebec Securities Act*. For all practical purposes, the passport regime is now implemented and regulations pertaining to mutual funds are harmonized across Canada, save for the regulatory oversight arrangement, the insurance requirements and the investor compensation scheme in Quebec.

In summary, the initial direction of policy was to harmonize the regulations applicable to the distribution of financial products or services by the different segments of the financial sector within the Province. Subsequent developments have seen the harmonization efforts take a pan-Canadian dimension focused on the securities industry and capital markets (including derivatives). In effect, the efforts have shifted from an horizontal approach centered on the distribution of financial products within the Province to a Canada-wide vertical focus centered on securities regulations in a broad sense. The insurance coverage requirements and the design of the investor compensation scheme for mutual fund dealers should be in synch with this reality, not remain stuck in a distant vision.

In Quebec, mutual fund dealers must ensure that all their representatives, whether employees or not, are covered by professional liability insurance. Professional liability insurance grants to the insured (representatives of firms) coverage against the monetary consequences of their civil liability in case of professional errors, fault, negligence, or omissions committed in the pursuit of their professional activities. According to the AMF, this insurance protects clients from possible monetary consequences sustained as a result of professional errors, fault, negligence, or omissions, and thus protects the insured against risks of insolvency resulting from a claim.

Professional liability insurance does not cover fraud, embezzlement or other scams to steal money or assets from financial consumers. The value of the stolen assets can be quite significant. The first rule of prudential regulation is to protect the capital adequacy of the registered firm. The net cost of fraud is often substantial. The data from SIPC is revealing: fraud was the cause for about 55% of the firms they had to liquidate; these liquidations account for over 81% of the total cost incurred by SIPC for all the cases it had to resolve. The AMF mandatory insurance requirement does not meet this test.

The point is not that the coverage of professional liability insurance is not important; it is simply that it lacks fraud coverage. It is common practice for financial services firms to

maintain “errors and omissions” insurance coverage in addition to fidelity insurance that covers fraud and dishonest acts by employees.

The assertion repeatedly made in the AMF Reference Guide for the consultation that “professional liability insurance does not cover fraud” is valid; however, this is patently not the case for fraud committed by an employee or an agent of a firm covered by fidelity insurance. Although financial consumers and a third party with subrogation rights must enter into a settlement with the financial services firm carrying fidelity insurance coverage or secure a judgement in order to obtain compensation, they are nevertheless protected in the case of insolvency of the firm and the recoveries of advances from a compensation scheme are enhanced.

There exists no valid reason not to require mutual fund dealers to maintain fidelity insurance coverage as a condition of registration. NI 31-103 imposes on all registered mutual fund dealers across Canada, except in Quebec, the obligation to maintain such insurance coverage. Annex A to the National Instrument is not ambiguous as to its intent and purpose: “This clause insures against any loss through dishonest or fraudulent act of employees”. The AMF accepts as much in the case of securities dealers which are required to maintain bonding insurance. Why would this effective protection mechanism (or equivalent fidelity insurance protection) not be adopted for mutual fund dealers in Quebec?

The AMF regulations which require mutual fund dealer representatives to carry professional liability insurance in lieu of fidelity insurance by the dealer are in several ways ineffective as a consumer protection mechanism, if not outright counterproductive. As mentioned above, corporations are able to purchase insurance for certain risks, such as Errors and Omissions, Directors and Officers and other liability insurance, including fidelity insurance that may cover losses resulting from fraud or misappropriation of client assets by employees or their agents. This is the approach that prevails elsewhere, notably in the rest of Canada where the fidelity insurance requirement is embodied in NI 31-103. It is also the rule for all U.S. securities dealers member of SIPC which must maintain blanket fidelity bond coverage which provides against loss without an aggregated limit of coverage⁴⁴. It is revealing that the EC Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments provides that if investment advisers purchase appropriate indemnity insurance cover, they may be excluded from some regulatory capital requirements that would otherwise apply to the firms. Thus, insurance is also seen in the European Union as an effective alternative protection mechanism to firm capital.

4.4 The performance of FISF compared to other investor compensation schemes

The financial costs incurred by the four North American investor compensation schemes under review to cover the shortfall in assets resulting from the insolvency or the fraudulent actions of

⁴⁴ Financial Industry Regulatory Authority, FINRA Rules, “4360. Fidelity Bonds”.

securities or mutual funds dealers provide useful insights for the assessment of the performance of the FISF.

- Since the inception of SIPC in 1971, the total value of the assets returned to customers of bankrupt US securities firms amounts to \$109.3 billion. Recoveries from the estates of the bankrupt firms amounted to \$108.2 billion. The net payments made by SIPC during the 1971 – 2010 period amounted to \$1.6 billion (i.e. \$1.1 billion in compensation and \$0.5 billion in administration expenses). The net cost to SIPC represents 1.46% of total distributions of financial assets returned to these customers. Because of the limits of protection provided by SIPC, some claims were not completely satisfied. These cases are in the minority: 351 claims out of 625,100 claims with an unsatisfied portion valued at \$47.2 million.
- The total cost incurred by CIPF since its establishment in 1969 to satisfy claims and related expenses amounts to \$33.3 million, net of recoveries. Quebec-based securities firms account for 1.35% of this total net cost⁴⁵.
- IPC began offering coverage on July 1, 2005. Since that time, it has dealt with the insolvencies of three mutual fund dealers⁴⁶. The total net cost to IPC of compensations paid to injured financial consumers is less than \$100,000. In most cases, the customer accounts were rapidly transferred to another dealer and no claims to IPC have arisen as a result.
- Since 1999, FISF paid a net amount of \$45.8 million in compensation to 1,399 eligible claimants⁴⁷. The total amount of recoveries was \$3.0 million or 6.1% of the amounts paid. During the 2004-2010 period, 75% of eligible claims were related to the distribution of mutual funds; the compensation paid for those claims amounted to \$37.8 million, representing 82.5% of the total amount of FISF compensation payments, to which it would be fair to add the \$20 million paid by the AMF in the settlement of the class action undertaken by some Norbourg investors.

⁴⁵ CIPF does not report the value of recoveries during the whole period 1969-2010. The financial statements indicate that recoveries for 2009 and 2010 alone amounted to \$3.2 million or 9.6% of the total net disbursements by the Fund since inception.

⁴⁶ IPC reports one insolvency (Quebec) in 2007-2008; two insolvencies (Ontario) in 2008-2009 (i.e. Farm Mutual and ASL Direct) and none in the 2009-2010 and 2010-2011 fiscal years (Source: Annual Reports). IPC does not report in a summarized manner the compensation paid to financial consumers harmed by the failure of a mutual fund dealer since inception. IPC reports a net cost of \$63,300 for ASL Direct; the other cases did not result in any claim on IPC.

⁴⁷ This amount does not include the \$20 million portion of the \$55 million out of court settlement of the class action paid by the AMF to the Norbourg financial consumers which had been denied compensation by FISF on the grounds that they did not have an eligible claim under the rules of the scheme. This amount is considered by the AMF to be a settlement, not compensation and, consequently, not imputed to FISF. "The \$55 million, in addition to the compensation already paid by the *Fonds d'indemnisation des services financiers*, administered by the *Autorité des marchés financiers* (AMF), the funds recovered by the bankruptcy trustees and the liquidator in the Norbourg matter and the funds returned by Revenu Québec, will ensure the recovery and distribution, to all intents and purposes, of all funds stolen from the Norbourg victims." (AMF – January 2011)

4.4.1 Comments and Observations

- Investment dealers and securities broker-dealers are inherently more risky enterprises than mutual fund dealers. The former generally engage, as a matter of course, in making margin loans and in proprietary trading whereas the latter are precluded from conducting such activities.

MFDA classifies its 132 members in four categories. Only 36 level 4 mutual fund dealers are permitted to hold client assets, other than cash, in nominee name. It is estimated that about 84% of the assets of customers of mutual fund dealers invested in mutual funds are held at the mutual fund in client name. Consequently, in the event of a bankruptcy and the absence of fraud, the transfer of the customer account to a mutual fund dealer in good standing is a relatively straightforward exercise.

In this context, the significant higher cost incurred by FISF since its inception in 1999 (\$37.8 million plus \$20 million) to compensate financial consumers injured by the fraudulent actions of mutual fund dealers compared to the total net cost to CIPF of \$33.3 million since 1969 (Canada-wide and exposed to significantly more extensive and complex activities) and the total net cost of \$0.1 million to IPC since 2005 (Canada, excluding Quebec), raises serious questions as to the underlying factors that produce such a different burden.

- AMF reports that FISF recoveries from the delinquent registrants (or estate of insolvent firms) represent 6.1% of the compensation paid. In the case of CIPF, recoveries in 2009 and 2010 alone represent about 9.6% of the total compensation paid since 1969.
- Capital adequacy of financial services firms is the most important safeguard to prevent the dissipation of customer assets. In the United States, the Lehman Brothers Inc. bankruptcy, the largest SIPC liquidation in history, was rooted in the precariousness of this highly leveraged firm⁴⁸. It is significant that following the adoption of the Financial Responsibility Rules in 2009, no new insolvency cases were trusted in SIPC's care in 2009 and 2010⁴⁹. In Canada, the last securities firm insolvency case involving CIPF dates to 2002.

⁴⁸ As at December 31st, 2010, the trustee had determined claims in the amount of \$180 billion. It has been reported that financial consumers and investors have emerged unscathed from this bankruptcy, the main cause for the failure being related to counterparty positions in financial derivatives transactions.

⁴⁹ The failure of MF Global in November 2011 put a dent in this winning streak. It serves as a stark reminder of the risks related to propriety trading in futures and financial derivatives.

With respect to mutual fund dealers, a strong emphasis must be placed on financial compliance, to ensure that the rules for the segregation of customer assets are duly respected and that the accounts of the mutual fund manager balance with those of the depositary and, sales compliance, particularly in regard to unapproved business activity and abusive sales practices. Experience in Europe and North America shows that fraud and irregularities with respect to mutual funds generally occur at the manager and dealer levels, not at the custodian or registrant level.

- Contrary to the other Canadian investor compensation schemes, FISF is not recognized as a *customer compensation body* under the *Bankruptcy and Insolvency Act*.

V. MEASURES TO ENHANCE THE PROTECTION OF QUEBEC MUTUAL FUND INVESTORS

Financial enterprises which know long-term success are anchored in the belief that they must continuously meet the highest standards of integrity and performance, informed by a genuine concern for the well-being of the individual investors and clients which trust their savings to them. They harbour a profound abhorrence for firms or individuals that engage in abusive practices, trick individual investors in unsuitable investments or shams or, worse, who embezzle or defraud them.

Financial consumers are exposed to a range of risks when engaging a financial services firm to carry out investment services on their behalf. A comprehensive apparatus and mechanisms have been put in place to provide protection against the various risk exposures of financial consumers. These either are prescribed by regulation (eg, prudential regulation, segregation requirements, other conduct of business rules, supervision and enforcement), or emerge from institutional arrangements (eg, economic capital of investment firms, firm reputation, private insurance cover). The arching proposition is that it is much preferable to prevent harm to financial consumers than to compensate injuries after the damage has been done. Hence, our recommendations are grounded in this simple, yet fundamental, truth.

The better the protection provided by the alternative protection mechanisms, the lesser the need and resource requirements for a statutory investor compensation scheme. However, past experience suggests that there have been instances where the alternative mechanisms have failed and investors would have incurred significant losses, had it not been for the existence of a compensation scheme. The investor compensation schemes established in all jurisdictions with developed capital markets therefore play an important complementary role in providing last resort protection for financial consumers.

In all major jurisdictions, investor compensation schemes provide important protection against the risk that, in the event of default, a financial services firm is not able to return to investors the cash or investment instruments belonging to them. In such circumstances, the schemes therefore protect investors' assets against the risk of theft, embezzlement and other forms of

fraudulent misappropriation. They also provide protection where the loss of consumer assets in the event of a firm insolvency resulting from unintentional errors, negligence or breakdowns in the firm's systems and controls. The FISF is, in our opinion, wanting on these dimensions.

We subscribe to the need for a demanding regulatory regime that addresses both the prudential and business conduct dimensions. To be effective, such a regime must:

- Place significantly more weight on ex-ante measures than ex-post corrections. The priority must be to prevent financial consumers from being harmed in the first place, not to be content in punishing wrongdoings after the malevolent deeds have been visited upon them.
- Reflect the characteristics and dynamics of the new retail investors environment and of the industry.
- Take full account of the regulatory regimes and approaches prevalent in other jurisdictions, their experiences and the lessons they have drawn over the years.

Our recommendations partake from these three fundamental points.

5.1 The active promotion of best practices within the financial industry

The focus of the AMF with respect to the protection of financial consumers, particularly senior investors, should be the promotion of best practices in matters of compliance, supervisory and other practices used by financial services firms in serving these consumers⁵⁰.

To this effect, a proactive initiative by the AMF could take the form of an annual forum where a cross-section of securities professionals, financial services firms and researchers specialized in the area from Quebec and other jurisdictions would be invited to share their practices in serving financial consumers.

For example, a forum focused on elder financial consumers would address the following important operational and compliance matters:

- How firms are structuring their supervisory and compliance structures to meet the peculiar needs of senior investors.
- Training and educating firm employees on senior-specific issues (i.e. identification of signs of diminished capacity and elder financial abuse by relatives or other confidants).

⁵⁰ The Report on Protection of Vulnerable Persons published in October 2011 is a useful contribution by the AMF to the broad efforts required to improve the protection of vulnerable members of society who need assistance in managing their assets

- Communications with senior investors.
- Advertising and marketing to senior investors.
- Internal processes for escalating individual investor-related issues.
- Ensuring the appropriateness of investments.
- Establishing age-based restrictions on certain products or product features.
- Senior-focused supervision, surveillance and compliance reviews.

The lessons learned and the conclusions of these forums, augmented by additional information gathered from individual firms and from the work of other regulatory agencies and research institutes focused on such issues could be summarized in a report aimed at providing information on best practices, a description of specific and concrete steps adopted by firms, and guidance regarding the servicing of financial consumers, particularly senior investors.

In this regard, we commend the AMF for having taken the leadership in controlling the use of senior-specific titles and professional designations in Quebec. The findings of the taskforce of the North American Administration Association (“NASAA”) and the comments in IIROC Annual Consolidated Compliance Report for 2011 highlight the issues associated with the aggressive and unsupervised use of “senior designations” which are intended to convey an impression of specialized proficiencies and credentials and lead financial consumers to believe that the representative is better qualified to provide investment advice. Their recommendation that specific rules be adopted to prevent such abuse is already implemented, with good effect, by the AMF.

5.2 Harnessing the full power of the flows of Information

Private and public regulatory bodies are at a distinct disadvantage in gaining access to the formal and informal flow of information, particularly in deciphering the tidbits of informal information that circulates in an industry. The necessity to operate at arm’s-length and the fragmentation of the industry are major structural factors which explains this state of affairs.

Whistleblower programs have been adopted by many North American jurisdictions to bridge the gap. Generally, a whistleblower is an individual who, alone or jointly with others, voluntarily provides the regulatory authority information that relates to a possible violation of securities laws including any rules or regulations thereunder that has occurred, is ongoing, or is about to occur. In the United States, a whistleblower may remain anonymous when reporting possible violations to the SEC, but, to do so, must report through an attorney.

The Dodd-Frank Act contains provisions aimed at augmenting the efficacy of the whistleblower program in assisting in the timely enforcement of securities regulations. In accordance with the

Act, the SEC adopted, on May 25, 2011, Whistleblower Rules which establish the standards and procedures the SEC will apply in awarding whistleblowers monetary compensation for providing tips about possible securities law violation that lead to successful SEC enforcement actions and set the contours for protections of whistleblowers under the Act's anti-retaliation provisions. Eligibility for an award under the Whistleblower Rules can be summarized as follows: (i) a whistleblower, (ii) who voluntarily provides the SEC, (iii) with original information, (iv) that leads to a successful enforcement by the SEC that results in monetary sanctions of more than \$1 million arising out of the same core facts, (v) is eligible for an award of 10 to 30 percent of any amounts recovered, up to a maximum of \$2 million.

In Canada, CIPF has adopted whistleblower policy to encourage the reporting of questionable accounting or auditing matters concerning securities firms. IIROC also has a Whistleblower Service that "...has been established to receive, evaluate and take prompt and effective action on reported first-hand knowledge or tangible evidence of potential systemic wrongdoing, potential securities frauds or unethical behaviour by IIROC-regulated individuals or firms⁵¹." The first point of contact for all users of the Whistleblower Service is either a Manager or a Director of Case Assessment who provide an initial assessment and then whistleblowers may deal directly with a member of the IIROC Whistleblower Team which consists of three senior staff members.

Whistleblower programs have proven to be a powerful means to harness the contribution of a wide span of individuals that interface with financial services organizations, registered or illicit, and thus obtain valuable information the regulators may not otherwise obtain. It is undisputable that industry professionals and cautious investors are most likely to become aware of unusual patterns of activity and to encounter first the most common "red flags" indicative of potential fraudulent activities: claims of returns that are consistently high even in down markets, non-disclosure of affiliates or misrepresentation of custodial arrangements.

The AMF manages reports of any suspicious activity brought to its attention, in addition to its complaint assistance program. A provision recently adopted modifying the *Act respecting the Autorité des marchés financiers* that guarantees immunity from civil liability to whistleblowers who report suspicious activity in good faith constitutes an element critical to the success of such programs⁵².

In Ontario, the OSC Investor Advisory Panel recommends in its 2011 Annual Report "a whistleblower regime which provides certain protections and/or compensation to individuals who report securities law violations to the Commission." The Chair of the OSC has indicated that the Commission has undertaken the study of such a whistleblower program.

⁵¹ IIROC, "IIROC announces creation of Whistleblower Service", May 25th, 2009

⁵² Section 17.1 as added by *An Act to amend various legislative provisions mainly concerning the financial sector*, S.Q. 2011, c. 26, section 4.

The critical issue confronting Canadian securities regulators is whether a whistleblower program should be designed as a bounty program. The need to assess the current framework in light of developments in the United States under the *Dodd-Frank Act* is obvious. The comments by the Chair of SEC that the result following the introduction of the new rules concerning the Whistleblower Program and the ease of access through their website “is that the quality of the tips we receive has improved substantially and generated a number of cases now in the pipeline” cannot be overlooked⁵³. In the European Union, this approach is also under consideration in the ongoing review of MiFID.

We are acutely aware of the ethical issues associated with the State relying on paid informants to ensure abidance by the law. Bounty programs also raise practical issues such as the risks that they undermine the integrity and effectiveness of issuers and registered financial services firms internal reporting and compliance systems. Hence, we will urge caution and suggest that a gradual approach in implementing such a program is warranted. One early candidate the AMF may consider is the establishment of a bounty program in cases where the information leads to the identification of individuals or organizations that promote or engage in financial investment activities with financial consumers without the proper registration. We think, here, of cases such as the Earl Jones scam where the harm to investors is considerable, the more so since their losses were not covered by FISF.

In conjunction with such a measure, the AMF should consider recommending legislative changes to significantly increase the financial penalties for individuals or firms “selling” financial products of dubious value to retail investors without any registration and the opportunity to introduce the “Fair Fund” mechanism to compensate financial consumers injured by such scams.

5.3 Empirically based regulations

The Education and Good Governance Fund (“EGGF”) is a major AMF initiative that improves our knowledge of key aspects of the financial sector and its many faceted intercourse with the economy and investors. We suggest that much would be gained by committing funding to the sociological study of white collar financial fraud, both with regard to the characteristics, motivations and behaviour of professionals who engage in or condone fraudulent activities and to financial consumers which are more vulnerable or more likely to fall prey to financial scams.

A successful program and accompanying regulations to reduce the incidence of fraud in the distribution of financial products is more likely to yield significant results if they are based on a rigorous body of empirical evidence. For instance, findings concerning “elder fraud” go against the conventional wisdom. Older people are targeted simply because they often have more

⁵³ Mary Shapiro, “Comments”, Stanford Center for Longevity – FINRA Investor Education Foundation Conference, Washington, D.C., November 2011

money – not necessarily because they are frail and helpless. Far from being less financially savvy, they are often more so, having trusted relationships with financial advisers and institutions. They are not less financially literate. In fact, victims typically include doctors, lawyers and business executives. This does not suggest that programs aimed at raising awareness about the dangers of financial abuse among the elderly such as the joint AMF – Association québécoise pour la défense des personnes retraitées et préretraitées are not important. On the contrary. However, they do not provide a guide to policy formulation.

Successful consumer manufacturers and services companies draw on a substantial body of academic studies and survey and tests results to ensure their products fulfill consumer expectations and their communications are on target. The same rigorous discipline should inform the policies and actions of regulators with respect to the protection of financial consumers against fraudulent or unwarranted behaviour.

The AMF has the opportunity to draw on competent academics in Quebec universities in the fields of criminology, sociology and psychology to address the problems from an angle and with tools which, heretofore, have generally not been used to assist in the design of prevention policies and regulations. The AMF should make this one of the major area of research for EGGF.

5.4 The case for fidelity insurance coverage requirement

Securities dealers, securities advisers and fund managers are required to maintain fidelity insurance coverage against losses incurred by the firm (i.e. the financial consumers) as a result of fraud and unlawful actions on the part of an employee. This insurance coverage is mandated by NI 31-103, a national policy to which AMF otherwise subscribes.

We submit that the exception to this insurance coverage requirement for mutual fund dealers is not warranted. The absence of such an insurance coverage weakens considerably financial consumers protection in Quebec, denies the AMF of a useful ally in monitoring the financial integrity and business practices of the registered firms, renders more difficult the adoption of mechanisms which would strengthen the incentives of firms to assume their responsibilities concerning the enforcement of sound business conduct rules and practices within their firms and, needlessly increases the financial burden on the FIFS and compliant members of the mutual funds industry. The limitations of the present approach are highlighted through the examination of the various mechanisms that may be instituted to facilitate the fair and timely settlement of financial consumer claims.

It has been suggested that the virtue of the present Quebec approach is that in cases where the eligibility requirements are met, the claimant is entitled to an indemnity from FIFS, regardless of the financial situation of the firm at fault. Following payment of the compensation, FIFS will attempt to recoup its costs through the exercise of subrogatory rights against all the registered entities at fault.

On the contrary, we find this approach to be fundamentally mistaken for the following two reasons. First, the approach undermines the basic tenet that corporations must be held responsible for the errors, omissions, malpractice and fraudulent actions committed by their employees in the course of business. Second, if the mutual fund dealers carried fidelity insurance with respect to fraud committed by their employees, FIFS would not, in such circumstances, be required to make compensation payments and, if it needed to do so because of the failure of the firm, it would be assured to recoup its "advances", notwithstanding the failure of the firm at fault.

Some may argue that fidelity insurance coverage may not be economically available for small mutual fund dealers. MFDA counts 53 members (out of 132) which employ 10 Approved Persons or less. These firms are covered by fidelity insurance. Why would such coverage be out of reach for Quebec-based mutual fund dealers? Similarly, fidelity insurance coverage is mandatory for registered securities broker-dealers. This requirement has not prevented the emergence of "introducing brokers" which, as a rule, are small firms. In its December 2010 submission to the AMF with respect to proposals to harmonize the regulation of the mutual funds industry with the regime that prevails in the rest of Canada, the Chambre de la sécurité financière opposed the AMF proposals on the grounds that it would benefit the larger mutual fund dealers and that financial consumers would be penalized by a regime that discriminated against a certain category of dealers⁵⁴. We concur with the view that discriminatory policy is not sound policy. However, this axiom is not unidirectional. A policy that discriminates against financially sound firms by preventing them from acquiring and implementing a much more effective investor protection instrument because weaker firms may not have access to it is not a policy stance that can be countenanced. The benefits to all, financial consumers, firms, AMF and government, are too important to be simply discarded for specious reasons.

Moreover, if considered important from a public policy point of view to encourage the entry of small dealers in the market with thin capital requirements and, in the absence of a private insurance market, solutions exist to correct the situation. For example, the AMF could establish an umbrella fidelity insurance plan for firms unable to insure their operations in the insurance market. The firms availing themselves of this plan would pay premiums commensurate with AMF's assessment of the risks they present, an exercise which may be valuable for many other aspects of the surveillance of mutual fund dealers. Since the AMF ultimately controls the risks associated with those firms through its surveillance and enforcement activities, it is in a privileged position to assess them correctly. Consequently, all mutual fund firms would be on a

⁵⁴ "Après nous être interrogés sur le poids à donner aux conclusions d'une analyse qui laissent entendre que les neuf courtiers québécois membres de la MFDA méritent d'être avantagés par l'exercice d'un pouvoir de réglementation au détriment de leurs 34 autres concurrents basés au Québec – on sait d'ores et déjà que ces derniers écoperont lourdement au terme de cet exercice – la Chambre a conclu qu'une approche qui a pour effet de discriminer une minorité en faveur d'une majorité est rarement bonne conseillère. Une telle approche ne peut que créer des inégalités de traitement et des distorsions concurrentielles dont les consommateurs feront les frais." Mémoire de la Chambre de la sécurité financière en réponse à la consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective, 6 décembre 2010, page 19.'

level playing field where the premiums they pay to their insurer or the AMF sponsored plan would reflect their management, governance and financial performance.

5.5 Promoting alternative settlement mechanisms

All registered firms that offer financial products or services must establish an internal mechanism for examining complaints from financial consumers which believed they have been wronged by the firm or a representative in its employ. This requirement first introduced in December 2001 in the law creating the AMF is now standard procedure across the country. For instance, recent Federal legislation and regulations make it mandatory for banks to be a member of an *external complaints body* approved by the Commissioner of the Financial Consumer Agency of Canada and establish requirements for their internal complaint handling process.

A consumer not satisfied with the resolution offered by a mutual fund dealer in Quebec has two avenues opened to it. If the financial services firm is a member of MFDA, it may submit its complaint to OBSI. The financial consumer has also the right to require the AMF registered firm to send a copy of the file to the AMF, which will assess the complaint and if necessary, offer mediation services between the parties. The conciliation and mediation services offered free of charge to financial consumers are dispute resolution mechanisms available to them on a voluntary basis. The AMF and OBSI do not pay any monetary compensation with regard to consumer claims except, in the case of AMF, for claims specifically covered under its compensation programs. The OBSI reports that the sum of the monetary settlements in 2011 for claims pertaining to investment services (of which 417 out of 468 cases concerned mutual funds and securities) amounted to \$3.3 million with an average of \$19,121 per case. With respect to the AMF, it reports that in fiscal 2010-2011, 746 complaints benefitted from its conciliation and mediation services; a settlement was achieved in 68% of those cases⁵⁵. Although the firms are expected to abide by the recommendations and pay the settlement amount, they are not binding on either the consumer or the firm.

The efficacy of the claim resolution mechanism could be improved through the imposition of a binding arbitration process on the parties. Such an approach would provide financial consumers with an alternative to the civil court system through access to an adjudication process which combines all the regulatory and financial loss matters in a single proceeding. It would ensure that payment for fraudulent actions by employees or agents of a firm covered by fidelity insurance will be paid since the cost to the firm would be determined by an independent body. Hence, the advantages for financial consumers of the current AMF approach would be preserved without taxing the investor protection scheme and, by way of consequence, the Quebec mutual funds industry. In many respects, a binding arbitration process would be akin to

⁵⁵ The AMF does not publish data on its recommendations for monetary compensation and for cases where it facilitated monetary settlement.

the regime in Manitoba, New Brunswick and Saskatchewan, where the Securities Commissions have the power to order repayment to an investor for losses arising from illegal or improper conduct relating to the trading of securities.

It must be noted that members of IIROC are required to submit to binding arbitration should a client asks for this resolution mechanism and the claim is for \$500,000 or less. In Quebec, the procedure is conducted under the aegis of the Centre Canadien d'Arbitrage Commercial. We are aware that recourse to arbitrage has been sparse in recent years. However, we are also cognizant of ongoing efforts by the Ministère de la Justice du Québec to modernize the legal framework and the interest of several parties to streamline access. Here again, we suggest that it is in the interest of financial consumers and the AMF to close the gap between the investor protection regime applicable to Quebec investors that acquire units or shares of mutual funds through a securities dealer as opposed to a mutual fund dealer.

We recognize that a mandatory binding arbitration regime would curtail the rights of either party to seek civil remedies before the Courts⁵⁶. Moreover, in some cases, the moneys in play may be too important to eliminate rights of appeal to a higher authority. These issues could be resolved by establishing that the decision of the arbitrator (or panel of arbitration) is binding on both parties up to a specified amount. We would suggest \$150,000 as a reasonable threshold.

Some may argue that the proposed threshold may cause certain firms to seek bankruptcy protection in the event a ruling went against it. Firstly, this objection does not generally hold if the firm is covered by fidelity insurance. Secondly, it implies that the capital adequacy requirements are insufficient to cover the risks inherent in the Quebec mutual fund dealers sector. Experience has demonstrated that thin capitalization rules to encourage competition and stability within any segment of the financial sector is a flawed policy. Moreover, this objection states the obvious: the regulations should require fidelity insurance coverage which would cover *bona fide* cases of fraud by employees or agents rather than professional liability which does not cover such delinquent acts.

5.6 Establishment of an insolvency scheme for mutual fund dealers

In all jurisdictions we have examined, investor compensation schemes for the securities and mutual fund industries only pay compensation in the event of default of a firm, for whatever cause. No scheme provides payment prior to the point where a firm is declared to be insolvent

⁵⁶ In some jurisdictions, notably the United Kingdom, the recommendation of the Ombudsman is binding on the firm, if accepted by the financial consumer. The latter may reject the proposed settlement and go to court. In the United States, members of FINRA (i.e. securities dealers) are required to submit to arbitration if requested by a customer. The ruling is binding on the firm, not on the customer. Several firms required in their customer account agreement that the customer accept to be bound by the arbitration ruling and forfeit their right to go to court. The U.S. Supreme Court has ruled that such contractual agreements were valid.

due to its inability to return client assets. **By design, all the schemes in the European Union and North America, except Quebec, are insolvency schemes.**

The argument against investor compensation schemes covering situations prior to default is that the financial consumer has other avenues of redress at this point, and that there are presumably assets to satisfy successful claims. Admittedly, there may be situations where a financial consumer has suffered a loss (i.e., from operational failures), but where they are unable to hold the firm or another party liable for the loss. This is not to say that investor compensation schemes should step in and compensate prior to a firm default. However, it does suggest a need for regulatory mechanism alternatives that provide financial consumers or regulators with a means of redress prior to a firm default such as an independent complaint adjudication mechanism and "Errors and Omissions", "Directors and Officers" and fidelity insurance coverage. Such redress mechanisms are common features of the investor protection architecture in other jurisdictions.

The change in purpose of the investor compensation scheme for mutual fund dealers into an insolvency protection scheme is critical for the effective protection of financial consumers.

Notwithstanding the limits to coverage written in the policies of insurance compensation schemes, it is now established that in cases of failure of a financial services firm comprised of member and non-member affiliates, the customers of the non-member affiliate are generally entitled to compensation. The rules established by the Courts in cases involving non-member affiliates can be summarized as follows:

- Customer status does not depend simply upon to whom the claimants write a check to purchase securities;
- To the extent the member firm acquired control of the customer funds deposited with the non-member affiliate and that the claimants purchased financial products that qualify as securities or eligible investments under the law or the scheme, the financial consumers are covered.

The design of the investor compensation scheme for financial consumers should reflect this state of affairs.

As of June 30rd, 2011, 90% of the assets under administration were "located" in Ontario (72%) and Manitoba (18%); Quebec accounted for only 4% of the total⁵⁷. By whom would financial consumers in Quebec be compensated in the event of a failure of a mutual fund firm active in Quebec but with its head office in another province? Under the current system, certainly not by

⁵⁷ It is noteworthy that in the case of Norbourg where the activities were limited to Quebec, fifteen mutual funds were common law trusts established and governed by Ontario laws and twelve were trusts established and governed by the Quebec Civil Code.

IPC; would FISF (or the AMF) leave them “out-to-dry” if no fraudulent activity occurred in Quebec. The maximum coverage provided by IPC in the event of insolvency of a mutual fund dealer is \$1.0 million for a general account and \$1 million for a separate retirement account whereas FISF provides a maximum coverage of \$200,000. Should a national firm fail, would this substantial differential in insurance coverage be acceptable to Quebec injured consumers?

The review of policies concerning investor protection schemes in the European Union and across North America and of the organizational structure of such schemes in North America leads to the following conclusions. Quebec customers of mutual fund dealers should be covered by an insolvency protection scheme which should be:

- A nongovernmental stand-alone organization, distinct from the AMF, managed by industry representatives and independent directors familiar with the industry and the processes governing the liquidation of financial services firms;
- The organization must be recognized as a *customer compensation body* under the *Bankruptcy and Insolvency Act*. This very important status is unattainable by FISF since its purpose is not in accordance with the object of the Act nor would it be for the Coalition AFIF proposal;
- This organization must be capitalized at a level commensurate with the risks to which it is exposed as is the case for other investor protection schemes. All committees or task forces which have examined the matter in other jurisdictions have concluded that such schemes needed to be capitalized to a prudent level, even when they had access to emergency government funding. A seven to ten year period should be given to reach the fund’s target level.

Two options are open to the AMF to implement this recommendation. The first would entail the recognition of the MFDA as an SRO and the expansion of its coverage to Quebec financial consumers. Since CIPF is recognized by the AMF and provides coverage for all registered securities firms active in Quebec, the necessary interfaces between the AMF and such a national compensation scheme are thus already well known and would be easy to duplicate with IPC.

The second option would consist in the establishment of a Quebec compensation fund for the mutual fund industry. This option is clearly a “second best” solution because it would mean duplicating IPC, a Canadian scheme that is already very well established and capitalized, and it would needlessly impose a high financial burden on the Quebec mutual funds industry since the level of funding of the fund commensurate with the risks insured would necessarily translate in higher assessments than would otherwise be the case. In any case, the levies will have to be sufficient to fund the compensation payments. Moreover, this option does not resolve the intricate issues related to the interactions with the workings of the *Bankruptcy and Insolvency Act*, particularly in the case of the bankruptcy of a national mutual fund dealer domiciled in another province active in Quebec.

5.7 Regulatory oversight

The AMF should delegate the responsibility to audit and monitor the compliance of mutual fund dealers with respect to capital adequacy rules and other business conduct requirements to a SRO competent to carry-on such a critical function.

The current atypical arrangement brings about several dysfunctional consequences. In particular, it:

- deprives the industry and the AMF from the benefits stemming from the extensive industry knowledge arising out of experience and proximity to the industry players and the speed of adaptation to changes in industry practices which are the hallmark of SRO supervision.
- eliminates the benefits accruing from a two-level supervision arrangement. When an SRO assumes the surveillance responsibilities, the regulatory agency performs an oversight function with respect to the performance of the SRO. This “second look” is critical and serves as a pointer for continuous improvement. The AMF cannot oversee itself. Moreover, the current approach increases moral hazard; how can AMF limit its responsibility for mishaps in the regulatory function when it is the one exercising the surveillance function?
- leaves no other option than foisting on the AMF the responsibility to manage FISF since it carries out the surveillance of dealers compliance with respect to prudential regulation. Such a position is generally shunned by North American regulatory agencies.
- imposes added compliance costs for MFDA mutual fund dealers active in Quebec who are subject to MFDA, AMF and CSF supervision and audits.
- results in Quebec customers of mutual fund dealers not being covered by IPC nor for any losses arising out of the bankruptcy of a mutual fund dealer for reasons other than fraud against Quebec financial consumers.
- imposes a heavier financial burden on the Quebec industry. Since the risks insured by such a compensation fund are determined by the largest exposure and not by the average or median value of financial assets under management, the levies required from the industry will necessary be higher for a Quebec fund compared to a pan-Canadian fund. Indeed, we observe that FISF is in a deficit position whereas IPC fund maintains a capital base of about \$30 million (slated to increase to \$50 million).

Recognition of MFDA as a SRO by the AMF would eliminate to a considerable extent the negative consequences described above and provide enhanced protection to Quebec customers of mutual fund dealers in the most efficient and economical manner. The AMF

experience with IIROC demonstrates the substantial benefits of such an approach. In this regard, the provisions embodied in the AMF Decision of 2004 recognizing the Investment Dealers Association as an SRO contain all the safeguards the AMF may require to ensure that its legislative mandate is fulfilled, services are provided in French and English and that due consideration will be given to the characteristics and needs of the Quebec mutual fund industry⁵⁸. For Quebec mutual fund investors, recognition of MFDA as a SRO would have the added advantage of eliminating the disparity in coverage between those who invest through a mutual fund dealer rather than a securities dealer.

5.8 Preparing for the failure of a large financial services firm

Looking forward, there is no room for complacency because changes in capital markets and the financial industry are making the regulators' job of monitoring net capital adequacy rules and protecting investors more difficult. The structure of financial services conglomerates and of holding companies are becoming complicated and enmeshed in a complex web of jurisdictions with different, if not competing, interests or legal requirements. This is particularly acute in the case of bankruptcy of a financial services firm or liquidation of mutual funds. Although custodians and sub-custodians are required to take such additional steps considered necessary to protect the portfolio assets of the mutual fund in a foreign jurisdiction and to ensure that those portfolio assets are unavailable to satisfy the claims of creditors of the custodian or sub-custodian under the laws pertaining to creditor protection and bankruptcy of any foreign jurisdiction in which portfolio assets of a mutual fund may be located, it is not iron-clad certainty that this will effectively be the case in all circumstances or that a satisfactory final resolution may be achieved only through protracted legal proceedings. These complexities will impede the timely resolution of Quebec customer claims.

Experience has demonstrated that the ability to satisfy customer claims in a timely fashion is directly related to the actions taken within the first hectic days of a liquidation's commencement. Within that short time period, the trustee in bankruptcy must: i) gain control of the headquarters and branches of the financial services firm in liquidation; ii) freeze all customers accounts and creditor claims; iii) identify the location and availability of the customers securities and cash; iv) determine the feasibility of a bulk transfer of customers accounts to one or several firms in good standing.

The range of issues that would confront the AMF in the case of a large mutual fund dealer or mutual fund firm is staggering. Their complexities increase by at least one order of magnitude if such a bankrupt firm was headquartered in another province, or abroad. The potential negative impact on financial consumers is too large to let the management of the crisis it would likely engender to happenstance. The argument that such a scenario is unlikely does not justify the failure to plan the management of disruptive events nor is the acceptance that facts and

⁵⁸ AMF, Decision N° 2004-PDG-0083

circumstances are varied a valid excuse. It is utopia to believe that all the “black swans” have migrated elsewhere.

We recommend that the AMF establish a task force (with adequate resources) to study ways to ensure the timely return of customer property in the event a large mutual fund firm was to fail, either because of fraudulent actions or mismanagement and to develop a plan for large liquidations. This task force should include legal experts familiar with the operations of bankruptcy laws applicable to banks, insurance companies under the jurisdiction of the Federal Government and securities firms and experts familiar with the information and management systems of large financial firms. It could, as a first case, conduct a post-mortem of the management of the bankruptcy of FM Global Canada by the SROs concerned and of the cross-border issues that have or could have occurred.

In all jurisdictions, bankruptcy and insolvency laws closely interact with the workings of investor compensation scheme. This is certainly the case in Canada with the added complexity that bankruptcy law is under federal jurisdiction whereas securities regulations, including mutual funds and investor compensation schemes, are governed by the provinces. The work of the task force would yield the additional benefit of identifying the amendments, if any, that should be brought to the *Bankruptcy and Insolvency Act* to enhance investor protection across Canada and in cross-border situations.

.....