

**SUGGESTIONS VISANT À AMÉLIORER LA PROTECTION DES QUÉBÉCOIS
QUI INVESTISSENT LEURS ÉPARGNES DANS DES ORGANISMES
D'ÉPARGNE COLLECTIVE**

*Commentaires concernant le rapport sur l'application de la
Loi sur la distribution de produits et services financiers*

Pierre Lortie
Conseiller principal, Affaires

4 septembre 2015

TABLE DES MATIERES

SUGGESTIONS VISANT À AMÉLIORER LA PROTECTION DES QUÉBÉCOIS QUI INVESTISSENT LEURS ÉPARGNES DANS DES ORGANISMES D'ÉPARGNE COLLECTIVE.....	3
I. LES ENJEUX DE POLITIQUES ASSOCIÉS AUX MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS.....	5
1.1 L'ASSURANCE-DÉPÔTS ET LES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS	5
1.2 LES PRINCIPAUX ENJEUX DE POLITIQUES.....	6
1.3 SOMMAIRE	12
II. APERÇU GÉNÉRAL DES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS	13
2.1 MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE	13
2.2 MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS AUX ÉTATS-UNIS	16
2.2.1 <i>La Securities Investor Protection Corporation</i>	16
2.2.2 <i>Protection supplémentaire des clients</i>	19
2.2.3 <i>Fonds compensatoires</i>	19
2.2.4 <i>Rôle des États</i>	20
2.3 MÉCANISMES DE PROTECTION DES ÉPARGNANTS AU CANADA.....	20
2.3.1 <i>Le Fonds canadien de protection des épargnants</i>	21
2.3.2 <i>La Corporation de protection des investisseurs de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels</i>	22
2.3.3 <i>Le Fonds d'indemnisation des services financiers (le « FISF »)</i>	24
III. L'INFLUENCE DÉTERMINANTE DES LOIS SUR LA FAILLITE ET L'INSOLVABILITÉ.....	25
3.1 L'URGENCE D'AGIR	28
IV. OBSERVATIONS SUR L'APPROCHE DU QUÉBEC À L'ÉGARD DE L'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS QUI INVESTISSENT DANS DES OPC PAR L'INTERMÉDIAIRE DE COURTIERS EN ÉPARGNE COLLECTIVE	30
4.1 APERÇU DES RISQUES INHÉRENTS AU SECTEUR FINANCIER	31
4.2 LES PRINCIPES SUR LESQUELS REPOSE L'ÉTABLISSEMENT DU FISF.....	34
4.3 LA PERFORMANCE DU FISF COMPARÉE À D'AUTRES MÉCANISMES D'INDEMNISATION DES ÉPARGNANTS.....	36
4.4 COMMENTAIRES ET OBSERVATIONS	37
V. DES MESURES POUR RENFORCER LA PROTECTION DES INVESTISSEURS QUÉBÉCOIS.....	38
5.1 ENCADREMENT RÉGLEMENTAIRE	39
5.2 OBLIGATION D'OBTENIR UNE ASSURANCE CONTRE LES DÉTOURNEMENTS	40
5.3 DONNER AUX ÉPARGNANTS QUÉBÉCOIS UN MÉCANISME DE PROTECTION CONTRE L'INSOLVABILITÉ DES COURTIERS EN ÉPARGNE COLLECTIVE	42
5.4 LA PROMOTION DE MÉCANISMES DE RÉGLEMENT ALTERNATIF.....	44
5.5 LA PROMOTION ACTIVE DES PRATIQUES EXEMPLAIRES AU SEIN DU SECTEUR FINANCIER	45
5.6 RÉGLEMENTATION FONDÉE SUR DES DONNÉES EMPIRIQUES	46
5.7 SE PRÉPARER POUR LA FAILLITE D'UNE GRANDE ENTREPRISE DE SERVICES FINANCIERS	47

SUGGESTIONS VISANT À AMÉLIORER LA PROTECTION DES QUÉBÉCOIS QUI INVESTISSENT LEURS ÉPARGNES DANS DES ORGANISMES D'ÉPARGNE COLLECTIVE

Le ministre des Finances a publié en mai 2015, un rapport sur l'application de la Loi sur la distribution de produits et services financiers (le « **Rapport** ») portant, notamment, sur l'encadrement de la distribution de parts ou d'actions dans des organismes de placement collectif (« **OPC** ») et de l'indemnisation d'investisseurs individuels québécois en cas de fraude¹. Nos commentaires, observations et recommandations portent essentiellement sur ces aspects du Rapport.

Le secteur de l'épargne collective constitue le sujet principal en raison de son envergure. Il importe également de se préoccuper du fait que les clients québécois des représentants et des courtiers en épargne collective ne bénéficient pas de la même protection que les Canadiens ailleurs du Canada qui transigent avec un courtier en épargne collective et les québécois qui investissent dans un OPC par l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières. D'ailleurs, le secteur du courtage en épargne collective a connu des faillites et des malversations 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 4,6 millions de familles canadiennes détiennent des parts ou des actions d'OPC. Cette forme de placement constitue une proportion considérable de leur patrimoine financier. Selon les données les plus récentes de Statistiques Québec (juin 2015), les familles québécoises détenaient 185,4 milliards de dollars dans les fonds communs de placement, soit 21,7 % du total canadien². Environ 54,3 % des parts ou des actions d'OPC détenues par les consommateurs financiers québécois sont sous la garde d'une institution de dépôt. Au premier trimestre de 2015, les sociétés de courtage ont « vendu » au Québec des parts ou des actions d'OPC pour un montant de 64 millions de dollars. La vaste majorité de ces actifs a été recueillie par les sociétés affiliées à une institution de dépôt (61,8 M \$ CAN), le solde (2,2 M \$ CAN) étant recueilli par les sociétés de courtage non affiliées à une institution de dépôt.

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 « 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 :

- La valeur des actifs financiers des particuliers propulsée par l'évolution structurelle de la démographie agit comme un aimant tant pour le secteur financier authentique et établi que, malheureusement, pour les organismes moins légitimes et les personnes sans scrupules.
- 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 ») rapporte que plus de 56,8 % des plaintes qu'il a reçu en 2014 proviennent de particuliers âgés de plus de 60 ans. En outre, la perte ou la dissipation de leurs épargnes a des répercussions sociales et personnelles considérables

¹ « Rapport sur l'application de la Loi sur la distribution de produits et services financiers », Gouvernement du Québec, Ministère des Finances, mai 2015.

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

puisqu'ils sont près ou déjà à 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 québécois n'aient pas accumulé des économies suffisantes pour disposer d'un revenu décent une fois à la retraite. Le changement fondamental qui s'est produit en regard des régimes de retraite, soit la substitution de régimes à prestations déterminées en faveur de régimes à cotisations déterminées ou de régimes d'épargne-retraite individuels, a eu pour effet de transférer à une proportion grandissante des ménages québécois les risques liés à la durée de vie et au niveau adéquat des revenus de retraite. Ces risques sont exacerbés par la faiblesse et la grande volatilité des rendements qui prévalent sur les marchés.
- Les cas de fraude survenus ces dernières années ont infligé beaucoup de mal à bon nombre d'épargnants et miné la confiance dans le secteur financier 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 indument le moment où les épargnants peuvent récupérer 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, non sans raison.
- 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 au Québec constitue une des attributions de l'AMF chargé d'éradiquer de tels « mauvais joueurs » et que le Fonds d'indemnisation des services financiers (FISF) est géré par l'Autorité. À la lumière de la jurisprudence de plusieurs juridictions, l'argument selon lequel les organismes publics de réglementation et les mécanismes d'indemnisation des épargnants sous leur autorité ne sont pas 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:

- La *Dodd-Frank Act* 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.
- 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.

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

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 dolosives et d'autres actes frauduleux, ou encore de la faillite d'une entreprise de services financiers, doit absolument tenir compte des expériences vécues et des leçons apprises par d'autres régulateurs confrontés à de telles situations. Il s'ensuit que les cadres réglementaires qui existent dans d'autres juridictions, l'approche favorisée par leurs organismes de réglementation et l'interaction entre les mécanismes d'indemnisation des épargnants et les lois qui régissent les faillites et l'insolvabilité doit informer les politiques québécoises en matière d'indemnisation des épargnants.

Notre mémoire est structuré comme suit. Dans la première partie, nous présentons sommairement les enjeux de politiques 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 au sein de l'Union européenne suite à 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 dans le secteur du courtage en valeurs mobilières : 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 canadiens en valeurs mobilières et aux courtiers en épargne collective ailleurs au Canada, car il existe un lien très étroit entre cette procédure et les mécanismes de protection des épargnants, dans le fonctionnement desquels celle-ci joue un rôle clé. Nous présentons dans la quatrième partie, 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, 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 de politiques associés aux mécanismes d'indemnisation des épargnants

Les fonds de contingence et autres mécanismes 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, de manœuvre dolosive ou de détournement de fonds, existent à travers le monde et constituent un élément essentiel du cadre réglementaire d'un secteur financier. La nature et le rôle des différentes catégories d'institutions financières soulèvent des questions d'intérêt public de caractères différents. Ainsi, les objectifs poursuivis par les programmes d'assurance-dépôts diffèrent singulièrement de ceux visés par les mécanismes d'indemnisation des épargnants.

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

Les programmes d'assurance-dépôts visent à atténuer les risques systémiques d'une panique des déposants, c'est-à-dire à éviter que les institutions en bonne condition financière soient « assiégées » par

des clients désireux de retirer leurs dépôts ou leurs fonds réservés 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 essentiel d'avoir, mais qui ne constitue pas le motif déterminant de l'intervention publique. 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'ils étaient des institutions de dépôt. Aucun fonds de contingence ou de mécanisme pour éviter une ruée de retraits n'était prévu. Afin de freiner l'avalanche de retraits et graduellement restaurer le fonctionnement des marchés de papier commercial et institutionnels, le gouvernement américain a d'urgence mis 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 investisseurs au détail) ont bénéficié de l'action vigoureuse du gouvernement. Cependant, force est de reconnaître que la préoccupation majeure et déterminante était de mitiger les risques systémiques pour l'économie américaine par un ralentissement des retraits et la stabilisation des marchés de papier commercial et autres instruments de dette à court-terme.

1.2 Les principaux enjeux de politiques

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 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 ou ses représentants auraient commis.

Les principaux enjeux de politiques publiques se résument comme suit :

- **Des marchés financiers efficients :** Des marchés financiers efficients constituent un bien public que l'État doit protéger et 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 l'allocation 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, de règles de conduite et de codes de déontologie. Les règles de prudence visent à assurer la robustesse et l'intégrité financières des entreprises de services financiers, principalement par 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 au marché de leur placement fluctue. 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 au marché des avoirs financiers des déposants ou des épargnants sur le marché ne sont pas couverts par ces mécanismes. En fait, ces risques constituent l'essence même d'un investissement. De manière générale, les tribunaux ont soutenu ce principe. Cependant, les investisseurs sont en droit de s'attendre à ce que leur placement ne 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. Les organismes d'autoréglementation ont l'avantage d'établir un meilleur partage des responsabilités mais, en fin de compte, ne permettent pas d'absoudre les pouvoirs publics de leurs responsabilités.

- **La politique de couverture:** L'idée que contrairement au 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 non fondée. 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, détournés ou volés.

En ce qui concerne les fraudes ou autres malversations, les consommateurs financiers sont généralement couverts par une assurance souscrite par les sociétés financières contre les « erreurs et omissions » et par une assurance contre les détournements de fonds. D'ailleurs, les conditions d'inscription des entreprises de services financiers prévoient que ces entreprises doivent maintenir une assurance contre les détournements afin de couvrir les pertes résultant d'un agissement malhonnête et d'un acte frauduleux de la part de 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 – et les consommateurs financiers lésés – sont couverts par l'assurance.

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 par un représentant d'une société de courtage en épargne collective doit être indemnisé aux termes d'un mécanisme d'indemnisation si a) l'entreprise 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 règles de conduite et les standards commerciaux :** 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. Compte tenu de ces obligations de compétence, les consommateurs sont justifiés de croire que ces personnes possèdent des connaissances suffisantes pour donner de bons conseils financiers 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 concernant la valeur ajoutée des conseils financiers; comment la réglementation doit-elle traiter des situations où les conseils étaient imprudents ou franchement mauvais, occasionnant ainsi des pertes importantes pour le consommateur financier ?

De manière générale, la réglementation impose aux représentants en valeurs mobilières et en épargne collective et à leur entreprise l'obligation de « connaître son client », soit l'obligation pour les personnes inscrites de prendre des mesures raisonnables pour obtenir des renseignements au sujet de leurs clients, de 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 question de conformité banale; il s'agit de la source principale des plaintes soumises à l'OBSI depuis plusieurs années, ayant compté en 2014 pour 25,5 % du nombre total de plaintes liées aux investissements.

Il est reconnu généralement qu'un consommateur financier qui a perdu des avoirs financiers en raison d'actes malveillants ou de l'incompétence des représentants d'une entreprise de services financiers devrait d'abord s'adresser à celle-ci. Les sociétés bien pourvues en capital sont les plus aptes à indemniser les clients lésés en raison d'actes commis par leurs représentants. 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.

Dans la plupart des juridictions, l'obligation de « connaître son client » et l'obligation de s'assurer qu'un placement donné convient à un client donné constituent le fondement de l'obligation de loyauté et de bonne foi, qui exige d'agir en toute circonstance dans l'intérêt du client. 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, éperonnés par les organismes de réglementation, mettent 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'autoréglementation (« OAR ») sont tenus d'y recourir. Dans certaines juridictions, le mécanisme de règlement comprend l'arbitrage, à l'issue duquel la sentence arbitrale lie les parties.

- **Réglementation de l'industrie :** Les organismes de réglementation privés et publics doivent agir dans l'intérêt public et maintenir leur indépendance de décision et d'action vis-à-vis 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 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 570 dossiers en 2014, dont 69 suite à des plaintes de consommateurs financiers québécois.

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 petit nombre de personnes. Toutefois, si des sociétés compétentes et respectueuses de la réglementation ne parviennent pas à éradiquer les comportements délictueux 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 une industrie diversifiée et fragmentée pourront parvenir à éliminer toutes les malversations ?

La conciliation de ces exigences plutôt contradictoires présente tout un défi. D'une part, on aimerait que les organismes de réglementation n'aient aucun lien de dépendance avec l'industrie afin d'éliminer tout doute quant à leur impartialité. D'autre part, cette structure 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 de l'industrie et du marché. Cette question de structure est très importante pour la réglementation des courtiers en épargne collective au Québec parce que, contrairement à ce qui se passe ailleurs au Canada ainsi que pour le secteur des courtiers en valeurs mobilières au Québec, c'est l'AMF, plutôt qu'un OAR, qui exerce en première ligne la surveillance prudentielle et de conformité des courtiers en épargne collective (par opposition à la personne des représentants inscrits).

On ne peut examiner les risques financiers et opérationnels auxquels les consommateurs financiers sont exposés sans tenir compte de la structure des divers segments de l'intermédiation financière. Par exemple, les risques dépendent de l'importance et de la solidité financière des intermédiaires à travers lesquels les consommateurs financiers font leurs placements. Par conséquent, on doit analyser les risques auxquels les consommateurs financiers sont exposés ainsi que les approches réglementaires en tenant compte de la structure de l'industrie ainsi que de la nature et des caractéristiques de leurs activités d'intermédiation.

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 rendre un service de qualité et d'agir dans l'intérêt de leurs clients en toutes circonstances. Pour cette raison, ces entreprises instaurent des systèmes de gestion visant 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 sophistiqués à leur stratégie de gestion des risques. Lorsque des problèmes surgissent, les sociétés bien établies auront intérêt à indemniser les épargnants des pertes qu'ils ont subies, de façon à préserver leur réputation. Deux exemples impliquant des OPC démontrent que ces considérations ne constituent pas de vaines attentes à l'égard du comportement des sociétés financières établies.

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 qu'elle eût 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.

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 leur coût total d'acquisition majoré de l'intérêt couru, tous les PCAA achetés par l'intermédiaire de la banque ou de ses filiales et détenus (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 placement, (b) par les clients dans leur compte personnel et (c) par d'autres épargnants non avertis qui avaient des PCAA d'une valeur totalisant 2 M \$ CA et moins dans des comptes ouverts à la BNC ou chez ses filiales. Il a été estimé à ce moment-là que l'engagement de la BNC représenterait une sortie de fonds d'environ 2 G \$.

Les données empiriques démontrent que les caractéristiques de l'appareil réglementaire qui régit les sociétés de services financiers, particulièrement celles qui sont visées par la réglementation prudentielle, influent considérablement sur le nombre de demandes d'indemnisation adressées aux 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 matériels faux ou trompeurs. Ces ajouts importants à la réglementation applicable aux entreprises de services financiers et à leurs activités ne se retrouvent pas dans l'environnement réglementaire régissant les entreprises fermées et les professionnels travaillant de manière autonome ou au sein d'une société de personnes. Le nombre de dossiers que la Chambre de la sécurité financière (« Chambre ») a ouvert reflètent la structure et le niveau de concentration du secteur de l'épargne collective au Québec qui est beaucoup plus accentuée que c'est le cas dans le secteur de la distribution de produits d'assurance et de plans de bourse d'étude. En 2014, les représentants en épargne collective comptaient pour 39 % du nombre total des représentants inscrits sous son autorité, alors que 21 % du nombre total de dossiers ouverts par la Chambre concernaient ce secteur d'activité. Ces distinctions sont particulièrement pertinentes 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 que l'approche qui a été retenue dans les principales juridictions comme mécanismes d'indemnisation des investisseurs individuels.

Un regard objectif sur la structure de l'industrie québécoise du courtage en épargne collective ne laisse point de doute qu'elle diffère fondamentalement des autres secteurs réglementés par la Chambre. En septembre 2014, le nombre moyen de représentants de courtier en épargne

collective rattachés à un cabinet s'élevait à 300; pour les autres catégories de représentants, la moyenne était seulement de 3,5 par cabinet⁴. En fait, cette industrie s'apparente à celle des courtiers en valeurs mobilières. Il ne faut donc pas s'étonner si la réglementation québécoise du courtage en épargne collective peine à s'harmoniser avec celle qui prévaut dans les autres provinces, qu'elle entraîne des doublons inutiles de coûts et, comme nous le démontrons plus loin, prive les consommateurs financiers québécois qui transigent par leur intermédiaire d'une protection équivalente à celle à laquelle ont droit les individus qui transigent avec les courtiers en valeurs mobilières au Québec et les courtiers en épargne collective dans les autres provinces.

- **Les activités illicites :** Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont le mandat non seulement de réglementer l'industrie, mais aussi d'empêcher les personnes physiques ou morales non inscrites à 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.

Afin de favoriser un meilleur flux d'information, les gouvernements ont adopté des programmes de dénonciation en vue d'élargir et de diversifier les flux informels de renseignements vers les organismes de réglementation. 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. Les efforts graduels en vue d'accroître la portée de ces programmes et leur efficacité ont pour but de percer ce « mur du silence » où nombre d'individus sont témoins d'action ou de représentation douteuse mais choisissent de ne rien dire. Les amendements récents à la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* qui déchargent de toute responsabilité civile les dénonciateurs qui signalent des activités suspectes de bonne foi, sont essentiels au succès de tels programmes⁵.

- **Une résolution rapide des demandes de règlement :** Les consommateurs financiers n'ont pas accès à leur compte au cours 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 leurs avoirs, l'incertitude qui règne dans l'intervalle crée beaucoup d'anxiété, qui se répercute inévitablement sur les organismes de réglementation et les gouvernements. Les rapports de l'OSBI illustrent bien que le règlement des conflits relatifs aux placements est un processus complexe. En 2014, toutes les plaintes visant le secteur bancaire ont été réglées dans un délai de 120 jours (moyenne de 69,4 jours); en ce qui concerne les plaintes visant le secteur des placements, 58,6 % n'étaient toujours pas réglées après 180 jours (moyenne de 319,2 jours). Et cette complexité est exacerbée dans les cas de liquidation ou de faillite.

Paradoxalement, le calcul de la valeur monétaire de comptes de particuliers auprès d'institutions de dépôt qui combinent les dépôts en espèces et leurs autres fonds et les utilisent pour financer

⁴ Certaines sociétés d'assurances sont également inscrites comme cabinet. Pour cette catégorie, le nombre moyen de représentants par assureur s'élevait à 66.

⁵ *Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant le secteur financier*, S.Q. 2011, c.26, chapitre 4.

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 combinés aux propres fonds de la banque et celle-ci est le débiteur 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 comptes 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 les paiements d'indemnité suscitant ainsi beaucoup d'anxiété chez les épargnants. En outre, les poursuites intentées par des clients et d'autres tiers chicaniers font souvent obstacle et lèvent des embûches au processus de tri des avoirs. Ces problèmes sont accentués lorsque l'entreprise en faillite n'est pas inscrite auprès d'un organisme de réglementation et qu'elle 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. À cet égard, 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, y compris les courtiers en épargne collective, au Canada.

1.3 Sommaire

En résumé, la conception des mécanismes d'indemnisation des épargnants doit tenir compte des facteurs suivants :

- Les conséquences 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 les comportements contraires à l'éthique, les actes frauduleux et les autres manœuvres dolosives et illégales qui découlent, en partie, de leur isolement relatif des marchés et des acteurs du secteur financier, et de l'hétérogénéité 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. Ces délais qui sont inévitables dans le cas de la liquidation d'une entreprise de services financiers.
- 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 pour obtenir une compensation pour les torts subis.

Dans la partie qui suit, nous présentons 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 répondre aux besoins.

II. Aperçu général des mécanismes d'indemnisation des épargnants

Les choix qui s'offrent aux autorités gouvernementales en matière d'indemnisation des consommateurs financiers ne sont pas neutres dans leurs effets. Il y a lieu de sopeser 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 ces mécanismes 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? (iv) quelle incidence auront la structure du mécanisme d'indemnisation et son financement sur les organismes de réglementation?

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 chaque États membres. Des aspects importants des lois et règlements régissant les marchés financiers relèvent depuis d'une autorité de surveillance nationale, une exigence réitérée dans des directives successives⁶.

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 et en France, soit l'Autorité des marchés financiers⁷. Dans le cadre du processus Lamfalussy conçu en vue d'accélérer l'adoption d'une réglementation communautaire du secteur financier, l'activité législative et réglementaire communautaire 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 de services financiers à l'échelle communautaire. 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

⁶ 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.

⁷ 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.

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 »)⁸. La version révisée de la DSII est en vigueur depuis 2012. La DSII a pour objectif de protéger les épargnants contre les risques de fraude, de négligence professionnelle, d'erreurs administratives 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 que :

- 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.
- 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 couvertes⁹.
- Tous les services et activités d'investissement visés par la MiFID sont assujettis à la DSII¹⁰.
- 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 épousé 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 entreprise¹¹. Par conséquent, la DSII prévoit également ce qui suit :

- les épargnants doivent être immunisés contre les 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 indépendamment du fait que les instruments

⁸ Directive modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil.

⁹ 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 encourus. Plus précisément, les entreprises qui réunissent deux des critères suivants, au niveau individuel, 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 ».

¹⁰ 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.

¹¹ La modification du texte proposé par la Commission qui a été adoptée par le Parlement européen ne permet aucune ambiguïté quant 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).

financiers ou les fonds détenus pour leur compte sont détenus par l'entreprise d'investissement elle-même ou par le tiers dépositaire que cette dernière a choisi.

- Si, de fait, une entreprise d'investissement 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.

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 épargnant¹². 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 a établi 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 victimes du dérapage de l'intermédiaire financier, la DSII exige que lorsque le délai de remboursement dépasse une certaine durée, les mécanismes d'indemnisation doivent verser à titre provisoire une indemnité partielle fondée sur une première estimation de la perte admissible. 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 tout ou en partie.

De plus, les mécanismes qui dédommagent 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, 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.

¹² 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.

2.2 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 concernant le marché de 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. Il s'agit donc d'un mécanisme extrajudiciaire puissant et efficace qui protège les particuliers contre la conduite malveillante et les manœuvres frauduleuses 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 suite à l'adoption de la *Securities Investor Protection Act* (« SIPA »). La SIPC est un organisme privé, non gouvernemental, 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 SIPC¹³.

La SIPA et la SIPC, 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

¹³ 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 fiducies d'investissement à participation unitaire inscrites
 - II. les ventes de rentes variables
 - 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

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 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.

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 ordonnée¹⁴. 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.

¹⁴ 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.

4. Liquidier l'entreprise du débiteur.¹⁵ »

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. Il n'est pas tenu d'obtenir au préalable le consentement des clients pour ce faire.

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 ordonnance obligeant la SIPC à remplir les obligations qui lui incombent ou d'accorder une autre mesure de redressements que le tribunal juge appropriée¹⁶.

La protection fournie par la SIPC est fixée à 500 000 \$ dans le cas des réclamations visant des titres et 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 américains 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 afin de a) couvrir toutes les opérations effectuées par l'intermédiaire de la maison de courtage, 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 1,81 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 avances¹⁷.

¹⁵ Article 6 de la SIPA.

¹⁶ Un tel cas est présentement devant les tribunaux. La SEC prétend que SPIC doit compenser les victimes de la débâcle de Stanford même si les actifs étaient déposés dans une banque étrangère parce que celle-ci était contrôlée par Stanford. Jusqu'à présent, SPIC a toujours prétendu que ces pertes n'étaient pas admissibles.

¹⁷ 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 éprouvent d'importantes difficultés du fait que l'on tarde à leur rendre leurs avoir et à les indemniser.

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

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 2014, ses fonds s'établissaient à 2,15 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 lui 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 352 créances sur 625 200). Même si les montants non remboursés qui excédaient la limite de couverture de SIPC ne représentant que 0,3 % du total des réclamations en matière de patrimoine familial, il vaut mieux être prudent que déçu et fauché !

2.2.3 Fonds compensatoires

L'évolution de la législation fédérale américaine montre que le législateur a reconnu, graduellement mais clairement, que les recours individuels intentés devant les tribunaux par des consommateurs financiers lésés cherchant à être indemnisés pour les pertes financières qu'ils ont subi en raison d'actes frauduleux ou d'autres manœuvres dolosives et illégales d'une maison de courtage ou d'un émetteur et de leurs parties reliées constituent une politique inadéquate, qui ne peut 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, qui est la protection des épargnants en temps opportun et à un coût raisonnable, puisse être atteint. Cette intervention directe des autorités publiques 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. À cet égard, 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 et autres manœuvres illégales commises dans le secteur des valeurs mobilières. Une mesure importante a été l'établissement du programme des Fonds compensatoires en vertu de la *Sarbanes-Oxley Act of 2001* (la « SOX »)¹⁸. La loi Dodd-Frank a élargi la portée de ce programme. Depuis 2002, des Fonds compensatoires de près de 15,0 G \$ ont été ordonnés¹⁹.

¹⁸ Il s'agit du Federal Account for Investor Restitution Fund, généralement connu sous le vocable "Fair Fund".

¹⁹ Notons que l'opportunité d'introduire en France le mécanisme des "Fair Funds" (« Fonds d'avance des frais de procédure », financé par une partie des sanctions pécuniaires, a été proposé lors de l'examen du Rapport du Groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, janvier 2011.

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

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'assurer le dédommagement des 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. 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 a renforcé la protection des épargnants et étendu le rôle des organismes de réglementation des valeurs mobilières des États en matière d'application de la loi.

Les États qui ont adopté une loi sur la protection des épargnants s'en remettent aux tribunaux pour obtenir des condamnations en cas d'actes frauduleux commis dans le domaine 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.

2.3 Mécanismes de protection des épargnants au Canada

Les épargnants qui acquièrent des parts ou actions d'un OPC par l'intermédiaire d'un courtier au Canada, sont couverts par l'un ou l'autre des trois mécanismes distincts d'indemnisation. 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 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 d'être membre de l'OCRCVM et du FCPE. L'une des conditions d'inscription est que la firme de courtage doit souscrire à une assurance contre les détournements couvrant « toute perte résultant d'un acte malhonnête ou frauduleux commis par un salarié ». Par conséquent, tant que l'intermédiaire financier respecte les règles de capital, tous les clients, quel que soit leur statut (e.g. consommateur, entreprise, autre courtier ou institution financière), sont couverts dans l'éventualité d'une fraude à leur endroit. Par contre, si la firme devient insolvable du fait d'une fraude ou pour quelque autre raison, le FCPE prend la relève.

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 1 000 000 \$. Entre autres, la reconnaissance de l'OCRCVM à titre d'OAR a pour conséquence de faire en sorte que les épargnants québécois bénéficient de la même couverture que leurs concitoyens canadiens dans l'éventualité d'une faillite par un courtier en valeurs mobilières, qu'elle soit provoquée par une fraude ou toute autre cause.

Les pertes découlant de changements de la valeur au marché des actifs 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 préséance 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 aura 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 remis trimestriellement.

Au 31 décembre 2014, le FCPE disposait d'un actif net de 448 M \$. De plus, le FCPE a souscrit une assurance qui couvre un seul et même sinistre jusqu'à concurrence de 160 M \$ ainsi que les sommes qu'il pourrait devoir verser qui, sur une base cumulative annuelle, totalisent plus de 150 M \$. De plus, deux banques canadiennes lui ont consenti des marges de crédit totalisant 125 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 fondée sur une évaluation sophistiquée et rigoureuse des risques. 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 impact 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 sont au Québec. Néanmoins, en date du 30 juin 2014, 12 sociétés membres de l'ACFM avaient leur siège social au Québec. Bien que l'ACFM ne soit pas reconnue comme un AOR par l'AMF, une convention de coopération

réglementaire a été conclue entre les deux organismes qui donne à l'ACFM les pouvoirs nécessaires pour exercer la surveillance prudentielle des activités de ses membres au Québec²⁰.

Tout comme pour les courtiers en valeurs mobilières, les courtiers membres de l'Association canadienne des courtiers en fonds mutuels doivent maintenir une assurance contre les pertes résultant d'un acte malhonnête ou frauduleux commis par un salarié. Comme pour le FCPE, 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 et ce, quelle qu'en soit la cause. Pour bénéficier de la couverture offerte par la CPI, les épargnants 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.

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 retourner 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 organisations 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 des clients du secteur financier qui résident au Québec. Un compte est généralement considéré comme étant au Québec aux fins de l'admissibilité 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.

²⁰ La Chambre de la sécurité financière est l'OAR reconnu par l'AMF pour les représentants inscrits en épargne collective.

Le fonds de l'ACFM est financé par les cotisations trimestrielles versées par les membres de l'ACFM. En date du 30 juin 2014, l'actif du fonds de l'ACFM s'établissait à 30,3 M \$. De plus, le fonds de l'ACFM dispose d'une facilité de crédit bancaire de 30 M \$ qui est garantie par l'ACFM. De plus, la CPI bénéficie d'une couverture d'assurance « excédentaire » de 20 M \$. Ainsi, en cas de perte importante, la CPI couvrirait la première tranche de 30 M \$ de pertes et l'assurance, la tranche suivante de 20 M \$, jusqu'à un maximum de 50 M \$ de pertes.

Les courtiers en épargne collective sont réputés être des « courtiers en valeurs mobilières » en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*. Depuis le 25 mars 2011, la CPI a été reconnue à titre d'« organisme d'indemnisation des clients » et, par conséquent, elle 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 avec le FISF. Bien que les actifs de la FISF soient isolés au sein de l'AMF, le FISF ne possède pas un statut corporatif distinct.

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)²¹. Il s'agit d'un mécanisme d'indemnisation des épargnants qui a été établi à la 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;²²
- une personne physique ou morale qui n'est pas un représentant inscrit d'une entreprise couverte.

²¹ 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.

²² En septembre 2013, l'AMF a recommandé un élargissement des critères d'accessibilité afin de couvrir la vente de tout produit par un cotisant au Fonds, et l'introduction d'une coassurance de 15 % avec le consommateur. Cette dernière proposition signifie dans les faits, que le consommateur ne serait compensé que pour 85 % de sa perte.

Entre le 1^{er} octobre 1999 et le 31 mars 2011, le FISF a versé 49 M \$ en indemnités comparativement aux réclamations accueillies qui s'élevait à 79 M \$. Ce « déficit » d'indemnisation de 30 M \$ (38 % du montant réclamé) découle principalement de l'application de l'indemnité maximale de 200 000 \$.²³ De plus, durant cette même période, des réclamations d'un montant de 204 M \$ ont été rejetées au motif qu'elles étaient reliées à l'implication d'intermédiaires non certifiés, non-inscrits ou inscrits mais qui ne cotisent pas au Fonds, de même que celles rejetées pour le motif que la fraude alléguée a été réalisée en dehors du réseau de distribution, sans tenir compte de la présence d'un intermédiaire.²⁴

Bien que la politique de couverture du FISF exclue les entreprises ou les représentants non inscrits, les tribunaux ont statué qu'il convient de tenir compte des liens formels et informels qui lient les entreprises d'un même groupe qui participent à une fraude financière et que, par conséquent, les consommateurs financiers qui sont victimes d'une fraude ont le droit de bénéficier de la couverture d'assurance, que la personne à l'origine de la fraude soit ou non un membre inscrit ou non inscrit du groupe²⁵. 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 a d'ailleurs déjà reconnue cette difficulté : « 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. »²⁶

Le FISF exclut les pertes découlant de la faillite d'un intermédiaire financier inscrit couvert par le programme qui ne résulte pas d'une fraude. **Étant donné que l'ACFM n'est pas reconnue comme un 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 trouvait en défaut pour quelque raison.** Par conséquent, si un courtier en épargne collective fait faillite pour quelque raison que ce soit, autres que la commission d'actes frauduleux à l'encontre de consommateurs financiers au 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 la FISF. En date du 31 mars 2014, l'actif net du FISF s'élevait à 17,2 M \$.

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 épargnants ont subies, le cas échéant, pendant qu'ils étaient confiés à la gestion d'une entreprise de services financiers devenue insolvable met immédiatement en évidence les contraintes juridiques qui régissent les procédures de faillite et l'interaction – souvent contesté – que

²³ En comparaison, aux États-Unis, le « déficit » d'indemnisation de la SIPC depuis 1971 s'élève à 47,2 M \$.

²⁴ Fonds d'indemnisation des services financiers : Présentation des résultats de la consultation et des orientations proposées, Autorité des marchés financiers, septembre 2013.

²⁵ 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).

²⁶ AMF – « Guide de référence : Les mécanismes de protection », novembre 2011, p. 65.

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 Canada²⁷. 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 de lois provinciales, les premières ont préséance.

En 1997, le gouvernement du Canada a modifié la *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 rationaliser et de simplifier 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 s'avéraient difficiles et onéreux à résoudre. Il n'était pas rare que dans l'attente des jugements sur les litiges et la détermination des réclamations que le syndic ait à détenir des valeurs mobilières potentiellement volatiles dont la valeur était susceptible de plonger pendant que les clients revendiquaient leur droit sur ces actifs.

La définition du terme *courtier en valeurs mobilières* établi par la Loi est beaucoup plus large que celle qui lui est habituellement donnée 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 Loi²⁸.

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 ». En pratique, cela s'effectue habituellement par le transfert en bloc des comptes clients à un autre courtier inscrit en règle.
- Le fonds des clients : le fonds est constitué des sommes d'argent 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. Dans les faits, une telle disposition crée un statut prioritaire pour les consommateurs financiers.

²⁷ Paragraphe 91 (21) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

²⁸ 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*.

- 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 actifs 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 est maintenant établi que toutes les sommes d'argent 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 d'argent 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.

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. Celui-ci 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 entité corporative 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 » s'avère fort important dans les cas de faillites complexes. Dans plusieurs causes récentes, il s'agissait d'arnaques à la Ponzi, soit des escroqueries où les rendements procurés aux épargnants grâce à des pseudo-revenus de placement ou le rachat de leurs placements étaient financés au moyen du détournement des fonds placés par d'autres épargnants. Ces causes soulèvent de nombreuses questions complexes. Selon le droit de la faillite, le syndic peut recouvrer les retraits 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 « prioritaires »²⁹. 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 récupérer les paiements frauduleux qui ont été effectués au cours des trois années précédentes³⁰. 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 une combine à la Ponzi? La règle d'équité veut que les flux de paiements en espèces (c.-à-d. les encaissements et les décaissements) soient le facteur déterminant, une méthode qui provoque inévitablement les investisseurs appelés à rembourser les sommes qui leurs ont été versées avec des fonds détournés à contester la décision devant les tribunaux. 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]³¹. Manifestement, la possibilité d'interagir avec le syndic durant le processus de prise de décision procure un avantage certain qui pourrait s'avérer critique pour assurer le 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 à prendre le 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 dure leçon a été intégrée aux lois qui régissent la faillite. Cette loi d'airain est bien comprise par les organismes d'indemnisation des épargnants bien rodés, leur *modus operandi* étant facilité par leur statut de société privée et leur situation privilégiée auprès du syndic lors des procédures de faillites.

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.

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 qui sont administrés par l'entreprise afin de procéder à la liquidation ordonnée de celle-ci lorsque l'entreprise n'atteint pas un seuil de capital établi.³² Par exemple, dans le cas d'un *courtier en valeurs*

²⁹ Cette période est prolongée à douze mois pour les opérations conclues entre personnes ayant un lien de dépendance entre elles.

³⁰ L'expression « paiements frauduleux » réfère à la nature du paiement (e.g. effectué avec des fonds volés) et non à l'intention du récipiendaire.

³¹ Cour d'appel du deuxième circuit des États-Unis, 463F.3d 125, 130 (2006).

³² 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).

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.**

Cette façon de procéder plutôt rapide contraste avec le déroulement des événements dans l'affaire Norbourg. Les activités frauduleuses ont été signalées à l'AMF et à la GRC le 21 juin 2005. L'AMF a pris le contrôle de quatre entreprises principales du groupe Norbourg et des OPC le 25 août 2005 et a nommé un administrateur provisoire. 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 loi³³. Un séquestre a été nommé le 25 octobre 2005 afin de liquider les OPC. En définitive, les sociétés Norbourg ont été liquidées par le séquestre 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).

L'AMF n'est pas dépourvue d'outils pour faire face à une telle situation. Tout d'abord, à la demande de l'AMF, le Bureau de décision et révision peut rendre des ordonnances « de cessation et d'abstention » 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 faire en sorte qu'un administrateur provisoire soit nommé par la Cour supérieure du Québec en vertu de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*³⁴. En vertu de cette loi, 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 syndic³⁵. 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 traiterai-t-il les consommateurs financiers qui sont lésés par l'effondrement du fonds maître? En outre, quelle protection le FISF

³³ Cette conclusion demeure valide, que ce soit en common law ou en droit civil.

³⁴ Loi concernant l'Autorité des marchés financiers, R.S.Q.c. A-33.2, chapitre III.1 (para. 19.1 à 19.17) et paragraphe 239.15 de la Loi sur les valeurs mobilières.

³⁵ 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 (le « BDR ») lui en faisait la recommandation, ordonner la liquidation d'une personne physique ou morale inscrite et nommer un liquidateur afin d'exécuter l'ordonnance. C'est la voie que l'AMF a suivie dans l'affaire Norbourg.

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'un segment important 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 les entreprises réglementées ou non réglementées, 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 participent intimement aux procédures de faillite, particulièrement les procédures de faillite multi-juridictionnelles 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.

IV. Observations sur l'approche du Québec à l'égard de l'indemnisation des épargnants qui investissent dans des OPC par l'intermédiaire de courtiers en épargne collective

Contrairement à tous les autres mécanismes d'indemnisation des épargnants, 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 commise à l'encontre de consommateurs du secteur financier québécois. Le FISF indemnise les consommateurs financiers en cas de dilapidation d'avoirs financiers causée par une fraude, que le courtier inscrit soit solvable ou non.

Cette conception particulière du FISF adoptée par le gouvernement du Québec a été calqué 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 jusqu'à ce que l'opération soit réalisée. Par conséquent, les principes qui sous-tendent la réglementation des courtiers en épargne collective et le FISF 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. Ce concept intellectuel ne cadre pas du tout avec la structure et le fonctionnement du secteur de l'épargne collective.

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 2014, 43 des 110 membres de l'ACFM comptaient 10 personnes autorisées ou moins, et 37, plus de 100, parmi lesquelles 16 en comptaient plus de 1 000. Les actifs d'OPC sous administration s'élevaient à 422 G \$; 41 sociétés de courtage en épargne collective membre de l'ACFM avaient plus de 500 M \$ d'actifs de clients sous administration.

Au Québec, le secteur de l'épargne collective est loin d'être négligeable. En date du 30 juin 2015, la valeur des avoirs financiers détenus par les Québécois dans des OPC s'élevait à 185,4 G \$, dont 54,3 % étaient détenus en garde par des institutions de dépôt. En fait, plus de 60 % 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 30 %, 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 retiennent les services d'une entreprise de services financiers qu'ils chargent de leur fournir des services en matière de placement. En premier lieu, ils risquent de subir des pertes en raison de diverses erreurs administratives 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; au Canada, environ 19 % des plaintes adressées à l'OSBI concernant les activités de placement portent sur des aspects administratifs. 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 failles 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'intermédiaire financier et que les avoirs ne sont pas séparés correctement.

Le tableau 2 résume les principaux types de risques auxquels les consommateurs financiers sont 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	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.
Fraude	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.
Erreur de séparation	Le risque que les avoirs du client soient répertoriés incorrectement comme faisant partie des avoirs de l'entreprise, ou vice versa.
Erreur de règlement	Le risque que les titres remis ne correspondent pas aux fonds versés par le client.
Erreur de rapprochement	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.
Erreur de comptabilité ou de tenue des registres	Le risque que, en raison de problèmes de tenue des registres, l'entreprise ne soit pas en mesure d'assigner correctement les avoirs entre les clients.
Défaut d'exécution (ou autre violation) des instructions du client	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.
Autre type de mauvaise gestion de placements	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.
Mauvais conseils en matière de placement	Le risque de recevoir des conseils financiers donnés avec négligence (p. ex. des conseils sans fondement raisonnable).

Les données empiriques permettent de tirer un certain nombre de conclusions pertinentes³⁶ :

- Les risques financiers auxquels sont exposés les consommateurs financiers diffèrent largement quand à la probabilité de matérialisation et l'ampleur des répercussions. Les risques d'encourir 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 mineures.
- Les risques financiers liés à l'insolvabilité peuvent entraîner de lourdes pertes financières, mais ils ne se produisent que rarement. En règle générale, les entreprises de services financiers doivent séparer les avoirs des clients des leurs et, dans le cas des OPC, ils détiennent généralement les 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. En mai 2013, l'ACFM a suspendu la société W.H. Stuart Mutuals, Ltd., parce qu'elle ne rencontrait plus les exigences de capital. Le coût des procédures de faillite et de remboursement des clients sont estimés à plus de 8 M \$.
- Les risques d'ordre administratif sont davantage susceptibles de se produire que les risques de faillite, les erreurs de règlement et de séparation des actifs 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 enregistrées, 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 et la couverture d'assurance à laquelle ils souscrivent sont essentielles à la protection des épargnants. L'incidence plus grande de faillites de petites entreprises de services financiers en offre la démonstration.
- La propension d'une entreprise de services financiers à outrepasser les restrictions reliées 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 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,

³⁶ Biais, 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.

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 encourues. 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 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 du gouvernement québécois dans ce domaine. Il est utile de retracer son origine et d'illustrer le contraste entre la réalité actuelle et les hypothèses sous-jacentes.

Depuis la publication, en 1968, du « rapport Parizeau » sur la réglementation du secteur financier au Québec, les politiques gouvernementales ont eu pour but de promouvoir l'abolition des barrières entre les différents segments du secteur. Afin de maximiser les avantages économiques du décloisonnement, 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 des titres d'OPC a été transférée de la Commission des valeurs mobilières du Québec à une entité nouvellement créée, 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 Fonds d'indemnisation des services financiers a été créé. La loi DPSF a créé un mécanisme d'indemnisation tout à fait nouveau, distinct du FCPE, auquel les entreprises œuvrant dans le secteur des 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 politique visant à consolider la réglementation concernant la distribution de produits financiers était endossée. 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 écarté en faveur de l'initiative en matière de réglementation des valeurs mobilières pancanadienne que le Conseil canadien des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières a 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 en réintégrant les segments des OPC et des contrats de placement de la loi DPSF à la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec) en 2009. À toutes fins pratiques, le régime de passeport applicable aux OPC a été mis en œuvre et la réglementation a été harmonisée à l'ensemble du Canada sauf pour la délégation des activités réglementaires, les exigences en matière d'assurance et les mécanismes d'indemnisation des épargnants au Québec. Ces exclusions entraînent des conséquences négatives pour l'industrie

québécoise du courtage en placement collectif et la protection des épargnants québécois qui transigent par leurs intermédiaires sans apporter quelque bénéfice probant.

En résumé, l'orientation initiale des politiques visait une consolidation de la réglementation applicable à la distribution des produits et services financiers par tous les différents segments du secteur financier au Québec. La suite des événements a vu les efforts d'harmonisation prendre une dimension pancanadienne axée sur le secteur des valeurs mobilières et les marchés de 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 au Québec, ont été redéployés vers l'harmonisation à l'échelle canadienne de la réglementation des valeurs mobilières, compris dans son sens large. La réglementation du courtage en épargne collectif, notamment les exigences en matière de couverture d'assurance et la conception du mécanisme d'indemnisation des épargnants applicable devrait tenir compte de cette réalité, et non demeurer coincées par 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 leur responsabilité civile qu'il 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 d'erreurs, de fautes, de négligence ou d'omissions professionnelles 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 au type assurance imposée par l'AMF ne suffit pas, car le coût net d'une fraude est souvent considérable. Les données de la SIPC sont révélatrices : les fraudes sont la cause d'environ 55 % des liquidations d'entreprises auxquelles elle a dû procéder et ces liquidations comptent pour plus de 81 % des coûts totaux engagés par la SIPC 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 pertes dues au détournement de fonds et autres types de 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 autres actes malhonnêtes commis par leurs employés.

L'affirmation souvent de fois répétée, dans le *Guide de référence* de l'AMF publié dans le cadre de sa consultation menée en 2011-2012, à l'effet que « l'assurance de la responsabilité professionnelle n'offre pas de couverture en cas de fraude » est valable pour un professionnel. Toutefois, ce n'est manifestement pas le cas des 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 en cas d'insolvabilité de l'entreprise. 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.

Il n’y a aucune raison valable de ne pas exiger, en tant que condition d’inscription, que 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 exigé pour les courtiers en épargne collective au 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 des courtiers qu’ils souscrivent une assurance contre les détournements n’est pas adéquate comme mécanisme de protection des clients et, à certains égards, va tout à fait à l’encontre du but recherché. 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 autre type 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 SIPC doivent maintenir une assurance globale contre les détournements qui couvre les pertes sans clause limitative de couverture³⁷. Fait révélateur, la directive 2004/39/CE de la Commission européenne sur les marchés d’instruments financiers prévoit que, si des conseillers en placements souscrivent une assurance-cautionnement adéquate, ils peuvent être exemptés de certaines exigences de suffisance du capital prévues par la réglementation qui s’appliqueraient par ailleurs à ces entreprises. Par conséquent, l’assurance est considérée dans l’Union européenne comme un substitut efficace à certaines exigences de capital imposées aux entreprises.

4.3 La performance du FISF comparée à d’autres mécanismes d’indemnisation des épargnants

Les coûts financiers engagés par les quatre mécanismes d’indemnisation des épargnants nord-américains que nous avons analysé 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 la performance du FISF.

- Depuis la création de la SIPC en 1971, la valeur totale des avoirs rendus aux clients d’entreprises du secteur des valeurs mobilières américain ayant fait faillite s’élève à 134 G \$. Les sommes recouvrées ont totalisé 133 G \$. Les paiements nets effectués par la SIPC de 1971 à 2014 ont atteint 1,9 G \$ (composé d’indemnités de 1,0 G \$ et des frais d’administration de 0,9 G \$). Le coût net, pour la SIPC, représente 1,46 % des distributions totales des avoirs financiers rendus à ces consommateurs. 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 : 352 créances sur 625 200, dont la tranche non réglée est évaluée à 47,2 M \$. Tel qu’indiqué précédemment, les grandes sociétés de courtage souscrivent à une assurance additionnelle pour couvrir cette éventualité.

³⁷ 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 ont occasionné 1,35 % de ces coûts nets totaux³⁸.
- 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 quatre courtiers en épargne collective³⁹. 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 rapidement transférés à un autre courtier et, en conséquence, aucune réclamation admissible n'a été présentée à la CPI.
- Depuis 1999, le FISF a versé une somme nette de 49,9 M \$ sous forme d'indemnité, à laquelle il serait juste d'ajouter la somme de 20 million de dollars versée par l'AMF à certaines victimes dans l'affaire Norbourg suite au règlement à l'amiable d'un recours collectif. Le montant total des sommes recouvrées s'est élevé à 3,2 M \$, soit 6,4 % des sommes versées. Environ 75 % des créances admissibles se rapportent aux secteurs des OPC; les indemnités versées dans le cadre de ces réclamations sont chiffrées à environ 41,9 M \$, soit 84 % du montant total des indemnités versées par le FISF (excluant le règlement à l'amiable du dossier de Norbourg).

4.4 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 courtiers en épargne collective de le faire.

L'ACFM classe ses 110 membres dans quatre catégories. Seulement 33 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 clients de courtiers en épargne collective au Canada investi 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 considérables que le FISF a engagés depuis 1999 (49,9 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 équivalents encourus par le FCPE (qui fonctionne à l'échelle Canadienne et est exposé à des activités beaucoup plus importantes et complexes) et du 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 courtiers inscrits en défaut (ou de l'actif d'entreprises insolubles) représentent 6,1 % des indemnités

³⁸ Le FCPE ne déclare pas la valeur des sommes recouvrées depuis 1969. Les états financiers indiquent que ces recouvrements, pour 2009 et 2010 seulement, se sont chiffrés à 3,2 M\$, soit 9,6 % des paiements nets totaux depuis sa création.

³⁹ L'IPC a déclaré un cas d'insolvabilité (Québec) en 2007 et en 2008 et trois cas d'insolvabilité (Ontario) en 2008, en 2009 et en 2013 (c'est-à-dire Farm Mutual, ASL Direct et W.H. Stuart Mutuals) et n'en a déclaré aucun pendant les exercices 2009-2010 à 2012-2013 (source : rapports annuels). L'IPC ne déclare pas sous forme condensée les indemnités versées à des consommateurs du secteur financier lésés par des courtiers en épargne collective depuis sa création.

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 endettée⁴⁰. 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 2010⁴¹. Au Canada, depuis 1999, le FCPE est intervenu dans 20 cas d'insolvabilité d'une maison de courtage.

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 de transfert ou registraires.

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

V. Des mesures pour renforcer la protection des investisseurs québécois

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 est de beaucoup préférable d'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.

⁴⁰ Au 31 décembre 2010, le fiduciaire avait établi le montant des créances à 180 G\$. Il appert que les consommateurs financiers et les épargnants sont sortis indemnes de cette faillite, dont la cause principale était liée aux positions des contreparties dans le cadre d'opérations sur instruments dérivés.

⁴¹ 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.

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, meilleur est le second moins onéreux sera le mécanisme. L'encadrement réglementaire des courtiers en épargne collective qui existe actuellement au Québec souffre de lacunes sérieuses, qu'il serait urgent et facile de corriger.

L'expérience nous indique que, dans certains cas, les 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, ces mécanismes procurent une protection non négligeable contre le risque que, en cas de défaut, une entreprise de services financiers ne soit pas en mesure de rembourser aux épargnants les fonds ou retourner 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'erreurs non intentionnelles, d'une négligence ou de failles dans les systèmes et les contrôles de l'entreprise. Le FISF est, à notre avis, défaillant à ces égards.

5.1 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.

L'organisation atypique actuelle de l'allocation de ces fonctions et responsabilités engendre plusieurs conséquences dysfonctionnelles, notamment les suivantes :

- Elle prive le secteur et l'AMF 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.
- Elle nous prive des avantages découlant d'un mécanisme de supervision à deux niveaux. Lorsqu'un OAR assume les responsabilités de surveillance, le régulateur remplit une fonction d'encadrement à l'égard de la performance de l'OAR. Ce « deuxième regard » est essentiel et agit comme un aiguillon au chapitre de l'amélioration continue. 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 manquements au sein de la fonction de réglementation alors que c'est elle qui exerce la fonction de surveillance?
- Elle ne peut qu'imposer à l'AMF la responsabilité de gérer le FISF puisqu'il surveille la conformité des courtiers à la réglementation prudentielle. De manière générale, les organismes de réglementation nord-américains évitent de se placer dans une telle situation.
- Elle 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.

- Elle fait en sorte que les clients québécois des courtiers en épargne collective ne sont pas couverts par la CPI ni pour les pertes découlant de la faillite de leur courtier pour des raisons autres que la fraude.
- Elle 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.

Si l'AMF reconnaissait l'ACFM à titre d'OAR, les conséquences défavorables énumérées ci-dessus seraient éliminées 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 substantiels. 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 rendus en français et en anglais et que les caractéristiques et les besoins du secteur de l'épargne collective québécois sont dûment pris en considération⁴². 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.

5.2 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, d'un acte illégal, de la part de l'un de leurs employés ou agents. Cette assurance est requise par le règlement 31-103, auquel l'AMF autrement 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 peuvent 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 c'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.

⁴² AMF, Décision n° 2004-PDG-0083.

Nous estimons, au contraire, que cette approche est malavisée. En premier lieu, cette approche 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 et, par conséquent, prendre les moyens, et en assumer le coût, pour faire en sorte qu'elles soient en mesure de s'acquitter de cette responsabilité sans fragiliser impunément l'entreprise. 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 suite à la faillite de l'entreprise, il serait assuré de recouvrer ses « avances », sans égard à la situation financière de l'entreprise fautive.

L'argument à l'effet que les petits courtiers en épargne collective ne peuvent financièrement souscrire et maintenir une assurance détournement et vol laisse songeur. L'ACFM compte 43 membres (sur 110) qui n'ont pas plus de dix personnes autorisées à leur emploi. 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 firmes. 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 courtiers⁴³.

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 le Gouvernement du Québec considère qu'il est important 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. Une gestion prudente

⁴³ « 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.

demanderait que l'AMF réassure les risques qu'elle assumerait par un tel programme ; cela aurait l'avantage additionnel de démontrer si le niveau des primes qu'elle exigerait est raisonnable.

5.3 Donner aux épargnants québécois 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 examinés ne prévoient le versement d'une indemnité que dans le cas de faillite d'une entreprise, quelle qu'en soit la cause. Cette approche est tout à fait justifiée car dans le cas de fraude où l'intermédiaire financier demeure financièrement solide, ce sont les assurances contre les erreurs, omissions, fraudes et détournements qui couvrent les pertes et dommages encourus par ses clients. Ces moyens de protection des consommateurs financiers sont bien établis dans les autres juridictions, y compris au Québec, pour les secteurs autres que le courtage d'épargne collective. **De par leur conception, tous les mécanismes qui existent dans l'Union européenne et en Amérique du Nord, sauf le FISF, sont des mécanismes de protection contre l'insolvabilité.** Bien qu'il ne soit pas toujours nécessaire d'établir officiellement qu'il s'agit d'insolvabilité, 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.

Il est impératif de substituer le mécanisme d'indemnisation des épargnants pour les courtiers en épargne collective par une assurance souscrite par chaque firme de courtage contre les erreurs, omissions et détournements commis par ses employés et de faire en sorte que les consommateurs financiers québécois soient protégés par un mécanisme de protection contre l'insolvabilité, quelle qu'en soit la cause.

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.

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 total⁴⁴. 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) laisseraient-ils ces consommateurs « en plan » si aucun acte frauduleux n'avait été commis par cette firme 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

⁴⁴ Même dans le cas de Norbourg dont les activités étaient limitées au Québec, quinze des fonds concernés étaient des "Common Law Trust" créés et régis par les lois de l'Ontario (les Fonds CLT) alors que douze des fonds étaient des fiducies créées et régies par le Code civil du Québec.

général et de 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-elle jugée 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 amènent 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 :

- Il doit s'agir d'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;
- Il doit 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;
- Il 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 mécanismes devaient être capitalisés à un degré jugé prudent, même lorsqu'ils ont accès à des fonds gouvernementaux d'urgence. Un délai raisonnable 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 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 idéale, 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 car son financement doit être proportionnel aux risques assurés et, de toute façon, les cotisations devront 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 est situé dans une autre province. Enfin, cette approche est contraire à celle adoptée par le Québec eu égard aux autres segments du secteur financier. Ainsi, 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. Il en va de même pour l'industrie du courtage en valeurs mobilières où l'AMF requiert que les firmes soient membres du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) comme condition d'accréditation.

La seconde option demande simplement 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 pancanadien sont donc bien connus et seraient faciles à reproduire avec la CPI.

5.4 La promotion de mécanismes de règlement alternatif

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 maintenant 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 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 252 plaintes reçues ayant trait à des services financiers se sont soldées par un dédommagement financier et que la somme des règlements monétaires effectués en 2014 s'est élevée à 4,3 M \$, soit une moyenne de 16 921 \$ par cas. Quant à l'AMF, elle indique qu'au cours de l'exercice 2013-2014, 1459 plaintes leur ont été soumises⁴⁵. 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 du secteur financier 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. 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

⁴⁵ 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.

consommateur financier « achète » ses parts ou actions d'un OPC par l'entremise d'un courtier en valeurs mobilières plutôt qu'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 tribunaux⁴⁶. En outre, dans certains cas, les sommes en jeu pourraient être trop importantes 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 de firmes 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 répète 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.

5.5 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.⁴⁷

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.-à-d. 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).

⁴⁶ Dans certaines juridictions, notamment au Royaume-Uni, la recommandation de l'Ombudsman lie l'entrepris, 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 la firme mais non pour le consommateur financier. Plusieurs firmes exigent dans leurs ententes d'ouverture de compte que le client s'engage à accepter une décision d'arbitrage et à s'abstenir de recourir subséquemment aux tribunaux. La Cour Suprême des États-Unis a établi que de telles ententes contractuelles étaient valides.

⁴⁷ 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.

- Les communications avec les épargnants plus âgés.
- 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 axés 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 professionnelles 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 qualifiée 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.

5.6 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 comportements 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.

5.7 Se préparer pour 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 leur disponibilité et (d) établir la faisabilité d'un transfert en bloc des comptes-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 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 trop graves 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 que l'AMF mette 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 de 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 concernant la gestion de la faillite de FM Global Canada par les OAR concernés et les questions de coordination transfrontalières qui ont 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 la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* est 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 pourraient être apportées à la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* en vue de mieux protéger les épargnants au Canada et dans les situations impliquant des sociétés multinationales ou la Chambre de compensation de la Bourse de Montréal.

.....