

3.2

Réglementation

3.2 RÉGLEMENTATION

3.2.1 Consultation

Document de consultation 33-403 : Norme de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 33-403 : *Norme de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **22 février 2013**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Isabelle Boivin
Analyste en réglementation – pratiques de distribution
Direction des pratiques de distribution et des OAR
Autorité des marchés financiers
Tél : 418-525-0337, poste 4817
1-877-525-0337, poste 4817
Isabelle.Boivin@lautorite.qc.ca

Le 25 octobre 2012



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

**AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES
DOCUMENT DE CONSULTATION 33-403**

NORME DE CONDUITE DES CONSEILLERS ET DES COURTIERS

***OPPORTUNITÉ D'INTRODUIRE DANS L'ACTIVITÉ DE CONSEIL UN DEVOIR
LÉGAL D'AGIR AU MIEUX DES INTÉRÊTS
DU CLIENT DE DÉTAIL***

25 octobre 2012

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

TABLE DES MATIÈRES

1)	INTRODUCTION.....	3
2)	CONTEXTE.....	3
3)	DEVOIR FIDUCIAIRE : NATURE ET NAISSANCE EN COMMON LAW.....	5
4)	QUELLE EST LA NORME DE CONDUITE ACTUELLE DES PERSONNES INSCRITES?.....	9
5)	DÉMARCHES RÉCENTES AUX ÉTATS-UNIS, AU ROYAUME-UNI, EN AUSTRALIE ET DANS L'UNION EUROPÉENNE.....	22
6)	PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS EN MATIÈRE DE PROTECTION DES INVESTISSEURS SOULEVÉE PAR LA NORME DE CONDUITE ACTUELLE AU CANADA.....	37
7)	CONSULTATION SUR L'OPPORTUNITÉ D'INTRODUIRE DANS L'ACTIVITÉ DE CONSEIL UN DEVOIR D'AGIR AU MIEUX DES INTÉRÊTS DU CLIENT DE DÉTAIL.....	42
8)	AVANTAGES POTENTIELS DE LA NORME LÉGALE DU MEILLEUR INTÉRÊT DU CLIENT ET ARGUMENTS OPPOSÉS.....	45
9)	CONSULTATION.....	59

1) INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) publient le présent document de consultation (le **Document de consultation**) afin d'entendre les intéressés sur la question de savoir s'il est souhaitable et faisable d'introduire un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client pour répondre aux préoccupations potentielles de protection des investisseurs que soulève la norme de conduite actuelle des conseillers et des courtiers envers leurs clients au Canada. Le présent document décrit, pour les fins de la consultation, une éventuelle norme du meilleur intérêt du client mais dont l'adoption et les modalités n'ont pas encore été arrêtées. Nous nous demandons toujours si une autre politique réglementaire ne serait pas plus efficace ou si la norme de conduite canadienne actuelle est adéquate. Aucune décision ne sera prise avant la tenue d'une consultation publique. Le présent Document de consultation marque la première étape de cette démarche. Tous les intéressés sont invités à s'exprimer sur ces questions importantes.

Le Document de consultation comporte huit autres parties. La partie 2 résume le contexte dans lequel s'inscrit le débat sur le devoir fiduciaire*. La partie 3 décrit le devoir fiduciaire et indique les circonstances dans lesquelles il naît en common law. La partie 4 traite de la norme de conduite actuellement imposées aux personnes inscrites au Canada (au sens de la loi et en common law). La partie 5 aborde les démarches entreprises dans ce domaine aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et dans l'Union européenne. La partie 6 porte sur les cinq principales préoccupations que soulève la norme de conduite actuelle des conseillers et des courtiers en matière de protection des investisseurs au Canada. La partie 7 pose des questions sur une possible formulation d'une norme légale du meilleur intérêt du client pour les conseillers et les courtiers. La partie 8 traite des avantages potentiels de la norme décrite à la partie 7 et des arguments opposés. La partie 9 décrit le processus de présentation des commentaires relativement à la présente consultation.

Nous invitons les intéressés à nous faire part de leurs commentaires ou clarifications sur les points soulevés dans le présent Document de consultation.

2) CONTEXTE

La crise financière mondiale de 2008 et ses suites ont déclenché un important débat sur la norme de conduite à laquelle les conseillers et les courtiers sont tenus lorsqu'ils conseillent leurs clients en matière d'investissement dans des produits financiers. Il s'agit surtout de savoir si les conseillers et les courtiers devraient avoir l'obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients lorsqu'ils leur fournissent des conseils. Le débat tourne autour de plusieurs questions connexes, dont les suivantes :

* Dans le présent Document de consultation, l'expression « fiduciaire » s'entend au sens du terme de common law « fiduciary ». Toutefois, les normalisateurs de la terminologie française de la common law ont créé l'expression « fiducial » afin de disposer, comme en anglais, de deux équivalents distincts : « fiducial » pour « fiduciary » et « fiduciaire » pour « trustee ». Voir le Juridictionnaire du Bureau de la traduction, en ligne : http://www.btb.termiumplus.gc.ca/tpv2guides/guides/juridi/index-fra.html?lang=fra&lettr=indx_catlog_f&page=1020.html#zz1020_1

- De quelles obligations les conseillers et des courtiers doivent-ils actuellement s'acquitter lorsqu'ils conseillent leurs clients?
- Les investisseurs et les conseillers ou courtiers comprennent-ils la nature de leur relation?
- Les investisseurs croient-ils que les conseillers et les courtiers agissent au mieux de leurs intérêts? S'y attendent-ils?
- Une norme du meilleur intérêt du client aurait-elle une incidence sur les diverses structures de rémunération des conseillers et des courtiers?
- Quels problèmes résoudrait-on en imposant une norme légale du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers?
- Si une norme du meilleur intérêt du client était imposée, dans quelles circonstances devrait-elle s'appliquer?

Dans ce contexte, plusieurs autorités en valeurs mobilières internationales reconsidèrent actuellement la relation entre les clients et ceux qui les conseillent en valeurs mobilières. Elles examinent notamment la norme de conduite applicable aux conseillers et aux courtiers ou certains des éléments clés de leur relation, comme les conflits d'intérêts, les structures de rémunération et la compétence. Elles étudient aussi la possibilité de prévoir un devoir fiduciaire (l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client) par voie législative. À cet égard, le Royaume-Uni et l'Union européenne imposent déjà une norme restreinte du meilleur intérêt du client à leur conseillers, que l'Australie a adopté des dispositions législatives qui rendront une telle norme obligatoire à compter du 1^{er} juillet 2013 et que, aux États-Unis, le personnel de la Securities and Exchange Commission (SEC) a recommandé la mise en œuvre d'une norme uniforme de cet ordre pour les courtiers et les conseillers en valeurs, bien que la SEC n'ait pas encore achevé son analyse coûts-avantages ni son projet de règle.

Le débat sur la norme de conduite qui a cours à l'étranger s'est aussi engagé au Canada. Plusieurs conférences portant sur la question de savoir si le Canada devrait ou non imposer un devoir fiduciaire légal aux conseillers et aux courtiers se sont tenues au pays. L'une des premières, organisée par la Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights (**FAIR Canada**) et le Hennick Centre for Business and Law (Université York)¹, a permis de constater qu'il ne semble pas y avoir de consensus autour de plusieurs des questions importantes soulevées par un éventuel devoir fiduciaire. Par exemple, les participants ne s'entendaient ni sur la portée de ce devoir ni sur les circonstances de son application. Ils ne s'accordaient pas non plus pour dire si le régime réglementaire actuellement applicable aux conseillers et aux courtiers était ou non l'équivalent fonctionnel de cette norme. Cependant, la plupart des experts convenaient que, si un devoir fiduciaire était imposé, il importerait de définir clairement les attentes entourant la norme de conduite que les conseillers et les courtiers devraient suivre dans leurs activités de conseil².

¹ Hennick Centre for Business and Law et FAIR Canada, *The Fiduciary Standard and Beyond: Rethinking the Financial Advisor-Client Relationship*, 25 mars 2010 (<http://hennickcentre.ca/Fiduciarystandardconference.html>).

² Megan Harman, « Opinions divided over whether fiduciary standard should apply to Canadian advisors », *Investment Executive*, 28 mars 2010, en ligne : <http://www.investmentexecutive.com/-/news-52967>.

Au Canada, le débat sur le devoir fiduciaire est important. Il souligne la nécessité d'améliorer la protection des investisseurs qui reçoivent des conseils, puisque les conseils conduisent souvent à la décision d'investir.

Ce débat n'est pas nouveau au Canada. En 2004, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a publié un document de consultation sur le modèle de traitement équitable dans lequel elle proposait notamment d'imposer un devoir fiduciaire aux conseillers et aux courtiers dans certaines circonstances³. Le modèle de traitement équitable n'a pas été mis en œuvre sous sa forme originale, mais les ACVM et les deux organismes d'autoréglementation (OAR) canadiens, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACFM), en ont tiré leur projet actuel de modèle de relation client-conseiller (MRCC). Les principales caractéristiques du MRCC, comme la déclaration des conflits d'intérêts et l'information sur la relation, sont d'importants éléments du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites (Règlement 31-103)*⁴. Les ACVM et les OAR mènent plusieurs autres projets liés au MRCC, comme l'amélioration de l'information sur les frais, la rémunération et le rendement. Toutefois, le Règlement 31-103 n'a pas institué de norme légale du meilleur intérêt du client pour les conseillers et les courtiers qui fournissent des conseils.

Dans le présent Document de consultation, toute mention d'un devoir fiduciaire « légal » ou d'une norme « légale » du meilleur intérêt du client s'entend d'une obligation prévue par les lois ou les règlements sur les valeurs mobilières de tout territoire du Canada (**législation en valeurs mobilières**).

3) DEVOIR FIDUCIAIRE : NATURE ET NAISSANCE EN COMMON LAW

Devoir fiduciaire – Aperçu

Un devoir fiduciaire incombe à quiconque doit agir au mieux des intérêts d'autrui⁵. Selon nous, le devoir fiduciaire du conseiller ou du courtier (le **fiduciaire**) consiste à agir au mieux des intérêts de son client. En règle générale, ce devoir suppose que le fiduciaire doit :

- accorder la primauté absolue aux intérêts du client;
- éviter les conflits d'intérêts;
- se garder d'exploiter le client;
- informer le client de façon complète;

³ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *The Fair Dealing Model*, janvier 2004, en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/cp_33-901_20040129_fdm.pdf.

⁴ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6, n° 28 (17 juillet 2009).

⁵ Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law*, Toronto, Thomson-Carswell, 2005, p. 309. Voir aussi *Galambos c. Perez*, [2009] 3 R.C.S. 247, au para. 66, en ligne : <http://scc.lexum.org/fr/2009/2009csc48/2009csc48.html> [Galambos].

- fournir les services de façon raisonnablement prudente.

Nous abordons chacun de ces points ci-après.

Éléments d'un devoir fiduciaire général en common law

Accorder la primauté absolue aux intérêts du client

Le fiduciaire doit œuvrer dans le seul intérêt de ses clients en faisant abstraction de toute autre considération, dans tous les domaines liés aux services qu'il leur fournit. Il doit faire passer les intérêts de ses clients avant les siens⁶. On appelle parfois cet impératif « devoir de loyauté »⁷ ou « devoir de bonne foi » : il [traduction] « signifie que le fiduciaire est tenu d'agir envers le bénéficiaire avec un surcroît de loyauté et de fidélité⁸ ». Autrement dit, le fiduciaire ne saurait chercher à soupeser ses intérêts (ou ceux de son employeur) par rapport à ceux de son client si cela compromet ces derniers de quelque façon que ce soit. Toutes les autres obligations fiduciaires émanent de ce devoir fondamental⁹.

Éviter les conflits d'intérêts

Le fiduciaire doit éviter scrupuleusement de se mettre en situation de conflit d'intérêts potentiel avec le bénéficiaire¹⁰. On appelle parfois cet impératif « règle de l'absence de conflit ». Si un conflit d'intérêts réel ou potentiel ne peut être évité, on ne peut le régler en se contentant de le déclarer. Le client doit plutôt consentir explicitement à ce que le fiduciaire se place en conflit d'intérêts réel ou potentiel, ce qui oblige ce dernier à révéler la véritable nature du conflit au client, voire à lui recommander d'obtenir des conseils indépendants avant de donner son consentement. Nonobstant la déclaration d'un conflit réel ou potentiel au client, le fiduciaire doit toujours accorder la primauté absolue aux intérêts de celui-ci.

Se garder d'exploiter le client

Le fiduciaire doit soigneusement éviter de se livrer à des activités incompatibles avec les intérêts du client¹¹. On appelle parfois cet impératif « règle de l'absence de profit ». Le fiduciaire qui, dans l'exercice de ses fonctions, a connaissance d'une possibilité à exploiter ne doit pas en tirer parti, même si le client n'est pas en mesure d'en tirer avantage lui-même. Il ne saurait être récompensé pour avoir privilégié d'autres intérêts que ceux de son client dans tous les domaines liés aux services qu'il lui fournit¹².

⁶ *Ibid.*, p. 339. Voir aussi *Shelamu Inc. v. Print Three Franchising Corp.* (2003), [2003] O.J. No. 1919 (C.A. Ont.).

⁷ *Galambos*, ci-dessus, note 5, au para. 75.

⁸ Mark Vincent Ellis, *Fiduciary Duties in Canada*, livre à feuillets mobiles (Toronto, Carswell, 1988), section 4 du chapitre 1.

⁹ Rotman, ci-dessus, note 5, p. 305.

¹⁰ Ellis, ci-dessus, note 8, chapitre 1, sous-para. 4(2)(a).

¹¹ *Ibid.*, au sous-para. 4(2)(b), (c) et (d)(iii) du chapitre 1.

¹² Le personnel des ACVM reconnaît qu'il faudra peut-être restreindre cet élément d'un devoir fiduciaire de common law sans restriction si les autorités en valeurs mobilières souhaitent l'appliquer aux conseillers et aux courtiers au Canada.

Informer le client de l'information complète

Le fiduciaire doit fournir toute information importante sur les services fournis¹³. Comme il est en position de confiance, il est obligé d'informer le client de tout ce qui touche à la fourniture des services, ce qui signifie qu'il doit prendre des mesures raisonnables pour que le client ait connaissance de ses options et des avantages et risques potentiels qu'elles comportent.

Fournir les services de façon raisonnablement prudente

Le fiduciaire doit fournir ses services avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne raisonnablement prudente dans les circonstances¹⁴.

Il est presque aussi important de comprendre ce que le devoir fiduciaire *ne* suppose *pas* que savoir ce qu'il implique. Les tribunaux canadiens ont été clairs : le devoir fiduciaire n'oblige pas le fiduciaire à agir comme « garant » ou « assureur » à l'égard de ses conseils. En d'autres termes, les conseillers [traduction] « ne sont aucunement tenus de ne donner que des conseils financiers fructueux » et, « comme il est inévitable de faire des prédictions erronées, il est difficile de remettre en question, après coup, des conseils honnêtes en matière d'investissement¹⁵ ».

Quand le devoir fiduciaire naît-il en common law?

Outre ce qu'implique le devoir fiduciaire, il importe de savoir dans quelles circonstances il naît en common law. Pour ce faire, il faut comprendre l'objet du droit fiduciaire. Les tribunaux canadiens ont reconnu qu'il est de [traduction] « préserver l'intégrité de relations de confiance précieuses ou nécessaires sur le plan social et économique, relations qui sont essentielles au bon fonctionnement d'une société interdépendante¹⁶ ».

Dans certains types de relations (avocat-client, médecin-patient, fiduciaire-bénéficiaire), un devoir fiduciaire est présumé naître en common law (ce sont les relations fiduciaires *en soi*). Tous les autres types de relations (y compris les relations conseiller-client¹⁷) peuvent être

¹³ Ellis, ci-dessus, note 8, au sous-para. 4(2)(d)(i) du chapitre 1. Voir aussi *Capobianco v. Paige* (2007), [2007] O.J. No. 3423 (C.S. Ont.), au para. 238; *Burns v. Kelly Peters & Associates Ltd.* (1987), 16 B.C.L.R. (2d) 1 (C.A.).

¹⁴ Voir p. ex. Rotman, ci-dessus, note 5, aux p. 352 à 355. Il est à noter que dans certaines situations, ce devoir est distinct du devoir d'agir au mieux des intérêts du client, par exemple en droit des sociétés. Selon certains observateurs, étant donné que cette obligation de diligence n'est pas propre au devoir fiduciaire, elle n'en est pas un élément substantiel.

¹⁵ *Mills v. Merrill Lynch Canada Inc.*, 2005 CarswellBC 219, 2005 BCSC 151 (B.C. S.C.), au para. 129. Dans d'autres pays, on s'est également gardé d'avancer que le devoir fiduciaire est assimilable à une obligation de garantie. Par exemple, le gouvernement de l'Australie indique que le devoir fiduciaire légal imposé aux conseillers [traduction] « devrait avoir davantage à voir avec la façon dont la personne se comporte en fournissant les conseils qu'avec le résultat » (Gouvernement de l'Australie, *Future of Financial Advice Information Pack*, 28 avril 2011, à la p. 12, en ligne : <http://ministers.treasury.gov.au/Ministers/brs/Content/pressreleases/2011/attachments/064/064.pdf>).

¹⁶ Rotman, ci-dessus, note 5, à la p. 13.

¹⁷ *Varcoe v. Sterling* (1992), 7 O.R. (3d) 204 (Div. gén. Ont.), à la p. 234 [Varcoe]; conf. par (1992), 10 O.R. (3d) 574 (C.A.); autorisation de pourvoi à la C.S.C. refusée. Voir aussi *Hodgkinson c. Simms* [1994] 3 R.C.S. 377 [Hodgkinson].

fiduciaires selon leur nature. Les tribunaux déterminent si elles sont fiduciaires par l'examen des faits (ce sont des relations fiduciaires *ad hoc*¹⁸).

Les tribunaux canadiens ont relevé les cinq facteurs interdépendants dont il faut tenir compte pour déterminer si les « conseillers financiers » entretiennent une relation fiduciaire avec leurs clients¹⁹.

1. **Vulnérabilité** : la vulnérabilité relative du client, notamment en raison de son âge ou de ses faibles compétences linguistiques ou de son manque de connaissances en investissement, d'instruction ou d'expérience sur le marché des valeurs mobilières²⁰.
2. **Confiance** : le degré de confiance que le client témoigne au conseiller et la mesure dans laquelle celui-ci l'accepte.
3. **Utilisation des conseils** : tout recours antérieur au jugement et aux conseils du conseiller et le fait que celui-ci se présente comme détenteur de compétences et de connaissances spécialisées sur lequel le client peut s'appuyer.
4. **Pouvoir discrétionnaire** : la mesure dans laquelle le conseiller exerce un pouvoir discrétionnaire sur le compte ou les investissements du client.
5. **Règles ou codes de conduite professionnels** : les règles et les codes permettent de connaître les devoirs du conseiller et les normes qu'il doit respecter.

Ces cinq facteurs ne sont pas exhaustifs et les preuves pertinentes pour l'un d'eux peuvent l'être pour un ou plusieurs autres²¹.

Devoir fiduciaire d'origine législative

Le devoir fiduciaire peut être d'origine législative. La législation en valeurs mobilières impose un devoir fiduciaire aux gestionnaires de fonds d'investissement à l'égard des fonds qu'ils gèrent. On trouvera d'autres renseignements sur ce devoir à la rubrique « Norme légale du meilleur intérêt du client pour les gestionnaires de fonds d'investissement » de la partie 4, ci-dessous.

On trouve un autre exemple de devoir fiduciaire, celui de l'administrateur envers sa société, dans les lois sur les sociétés applicables. Dans l'exercice de ses fonctions, l'administrateur doit agir :

- « a) avec intégrité et de bonne foi *au mieux des intérêts* de la société;

¹⁸ *Ibid.* Voir aussi *LAC Minerals Ltd. c. International Corona Resources Ltd.*, [1989] 2 R.C.S. 574. L'arrêt Galambos, ci-dessus, note 7, contient une analyse plus récente de cette distinction.

¹⁹ *Hunt v. TD Securities Inc.* (2003), 2003 CarswellOnt 3141 (C.A. Ont.).

²⁰ Si la vulnérabilité, qui résulte au sens large de facteurs externes à la relation, est pertinente, il est encore plus important de savoir dans quelle mesure elle est *causée* par la relation : voir Hodgkinson, ci-dessus, note 17, à la p. 406.

²¹ *Hunt*, ci-dessus, note 19, au para. 41.

b) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente²². » (Nos italiques.)

Le devoir visé au paragraphe *a* ci-dessus est ce qu'on appelle généralement le devoir de loyauté. Il est au fondement du devoir fiduciaire des administrateurs. Le devoir visé au paragraphe *b* est ce qu'on appelle l'obligation de diligence.

Nous estimons qu'un devoir fiduciaire légal permettrait probablement au bénéficiaire de poursuivre le fiduciaire en dommages-intérêts pour manquement à son devoir, parce qu'il établit la nature de la relation et supprime par conséquent la nécessité de prouver l'existence du devoir. On trouvera une analyse supplémentaire de cette question sous la rubrique « La norme ouvrirait des voies de droit aux clients de détail pour manquement au devoir fiduciaire » de la partie 8, ci-dessous.

Conclusion

Nous estimons que soumettre les conseillers ou les courtiers au devoir légal d'« agir au mieux des intérêts » des clients revient à leur imposer un devoir fiduciaire. La question de savoir s'il faudrait restreindre l'application de certains des éléments susmentionnés du devoir fiduciaire pour tenir compte des circonstances et des modèles d'entreprise particuliers des conseillers et des courtiers ne nous occupe pas ici. Toute obligation d'agir au mieux des intérêts du client instituée par la législation en valeurs mobilières devrait en tenir compte. On trouvera une analyse plus approfondie à la partie 8, ci-dessous.

Dans le présent Document de consultation, étant donné que le fait d'agir « au mieux des intérêts du client » est au cœur du devoir fiduciaire, nous le qualifions généralement celui-ci de norme du meilleur intérêt du client ou de devoir d'agir au mieux des intérêts du client.

4) QUELLE EST LA NORME DE CONDUITE ACTUELLE DES PERSONNES INSCRITES?

Dans la présente rubrique, nous considérons le régime d'inscription canadien et abordons les éléments suivants de la norme de conduite des personnes inscrites :

- les exigences légales de la norme de conduite actuelle;
- le devoir fiduciaire de common law dans certains cas;
- les obligations en matière de convenance au client;
- le traitement des conflits d'intérêts;
- les autres exigences.

²² Voir le paragraphe 1 de l'article 122 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*.

Le régime d'inscription au Canada

Toute personne peut s'inscrire en vertu de la législation en valeurs mobilières à titre de conseiller, de courtier ou de gestionnaire de fonds d'investissement selon la nature de ses activités. De manière générale, seuls les conseillers et les courtiers peuvent conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs. Les gestionnaires de fonds d'investissement dirigent l'entreprise, les activités et les affaires d'un ou de plusieurs fonds d'investissement; ils ne fournissent de conseils en matière d'investissement en valeurs que s'ils sont aussi inscrits comme conseillers (c'est-à-dire comme gestionnaires de portefeuille) ou comme courtiers.

La norme de conduite applicable aux personnes inscrites résulte de plusieurs obligations prévues par la législation en valeurs mobilières. Les conseillers et les courtiers qui sont membres d'un OAR doivent aussi respecter les règles que celui-ci leur impose. Ces règles reposent sur des principes analogues à ceux qui sous-tendent les obligations équivalentes de la législation en valeurs mobilières.

Les exigences de la norme de conduite légale actuelle

Devoir d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité

La législation en valeurs mobilières du Canada oblige les conseillers et courtiers inscrits à agir de bonne foi et avec honnêteté et équité dans leurs relations avec leurs clients²³. De manière générale, les conseillers et les courtiers doivent s'acquitter de ce devoir dans leurs relations avec leurs clients²⁴.

²³ Voir l'article 2.1 de la *Rule 31-505 Conditions of Registration* de la CVMO; l'article 14 des *Securities Rules*, B.C. Reg. 194/97 [règlements de Colombie-Britannique] pris en vertu du *Securities Act* de la Colombie-Britannique, R.S.B.C. 1996, c. 418 [Loi de la Colombie-Britannique]; l'article 75.2 du *Securities Act* de l'Alberta, R.S.A. 2000, c. S-4 [Loi de l'Alberta]; l'article 33.1 du *Securities Act* de la Saskatchewan, S.S. 1988-89, c. S-42.2 [Loi de la Saskatchewan]; le paragraphe 3 de l'article 154.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, C.C.S.M. c. S50 [Loi du Manitoba]; l'article 160 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, L.R.Q., c. V-1.1 [Loi du Québec]; l'article 39A du *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse, R.S.N.S. 1989, c. 418 [Loi de la Nouvelle-Écosse]; le paragraphe 1 de l'article 54 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Nouveau-Brunswick, L.N.B. 2004, c. S-5.5 [Loi du Nouveau-Brunswick]; l'article 90 du *Securities Act* de l'Île-du-Prince-Édouard, R.S.P.E.I. 1988, c. S-3.1 [Loi de l'Île-du-Prince-Édouard]; le paragraphe 1 de l'article 26.2 du *Securities Act* de Terre-Neuve-et-Labrador, R.S.N.L.1990, c. S-13 [Loi de Terre-Neuve-et-Labrador]; l'article 90 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Nunavut, L.Nun. 2008, c. 12 [Loi du Nunavut]; l'article 90 de la *Loi sur les valeurs mobilières* des Territoires du Nord-Ouest, L.T.N.-O. 2008, c. 10 [Loi des Territoires du Nord-Ouest]; et l'article 90 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Yukon, L.Y. 2007, c. 16 [Loi du Yukon].

²⁴ Les autorités de réglementation ont rendu des décisions sur des manquements au devoir d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité dans les relations avec les clients survenus dans diverses situations, dont les suivantes : le courtier n'avait pas déclaré le conflit d'intérêts et avait facturé des majorations excessives (*Arlington Securities Inc. v. Ontario Securities Commission*, 2002 CSLR ¶900-035, 25 O.S.C.B. 4247); facturation d'une majoration excessive lors de la vente de titres au client (*Re Curia*, 2000 CSLR ¶ 900-005, 23 O.S.C.B. 7505); opérations non autorisées (*Hayward v. Hampton Securities Limited*, 2004 CSLR ¶ 900-086 (C.A. Ont.); recommandations d'investissement ne convenant pas au client (*Re Daubney and Littler*, 2008 CSLR ¶ 900-259); utilisation des fonds du client aux fins personnelles du courtier (*Re Kinlin*, 2000 CSLR ¶ 900-014, 23 O.S.C.B. 6535); estimation de la valeur liquidative gonflée artificiellement et discrimination entre les investisseurs dans le traitement des demandes de rachat (*Re Norshield Asset Management*, 2010 CSLR ¶900-344 (Commission des valeurs mobilières de l'Ontario); prise de contrôle des comptes du client et modification des objectifs d'investissement pour affecter les fonds à des stratégies

La question déterminante est de savoir si l'obligation d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité crée une norme du meilleur intérêt du client ou en est l'équivalent. Nombre d'observateurs estiment qu'elle ne l'est pas en tant que telle et n'y correspond pas²⁵. D'autres s'inscrivent en faux²⁶. Nous ne connaissons aucune décision des tribunaux ou d'une autorité de réglementation qui conclut que ce devoir crée un devoir fiduciaire ou en est l'équivalent²⁷.

Norme légale du meilleur intérêt du client pour les gestionnaires de fonds d'investissement

Les gestionnaires de fonds d'investissement doivent actuellement se conformer à une norme *légale* de conduite au mieux des intérêts du client. Tout gestionnaire de fonds d'investissement doit *i)* s'acquitter de ses fonctions avec honnêteté, bonne foi et *aux mieux des intérêts* du fonds et *ii)* exercer le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne raisonnablement prudente dans les circonstances²⁸. Ce devoir est assimilable à celui qui incombe aux administrateurs en vertu du droit des sociétés applicable.

de négociation spéculatives (*Sidiropoulos v. Manitoba Securities Commission*, 1999 CSLR ¶900-047 (Commission des valeurs mobilières du Manitoba).

²⁵ Voir p. ex. Edward Waitzer, « Make advisors work for investors », *Financial Post*, 14 février 2011, en ligne : <http://opinion.financialpost.com/2011/02/14/make-advisors-work-for-investors/>; Ken Kivenko, « Why A Fiduciary Standard For Investment Advisers Is Urgent And Crucial », *Canadian MoneySaver*, juin 2012, en ligne : http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2012/06/Why-A-Fiduciary-Standard_-Kivenko.pdf.

²⁶ Laura Paglia, associée de Torys LLP spécialisée en litige en valeurs mobilières, a déclaré que [traduction] « les principes fondamentaux dont on débat aux États-Unis et qui tournent autour de la déclaration des conflits d'intérêts et de la primauté de l'intérêt du client étaient déjà généralement acceptés au Canada en vertu de l'obligation de diligence que tous les conseillers financiers ont envers leurs clients » (Michael McKiernan, « Lawyers clash over imposing statutory fiduciary duties for financial advisers », *Law Times*, 4 avril 2010, en ligne : <http://www.lawtimesnews.com/201004056641/Headline-News/Lawyers-clash-over-imposing-statutory-fiduciary-duties-for-financial-advisers>). En outre, Philip Anisman, éminent avocat canadien spécialisé en valeurs mobilières et observateur de ce secteur, estime que [traduction] « bien que nos tribunaux ne l'aient pas encore reconnu, on peut avancer que cette règle impose aux personnes inscrites une obligation fiduciaire à l'égard de leurs clients ». M. Anisman recommande que [traduction] « nos organismes de réglementation fassent appliquer rigoureusement [le devoir d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité dans les relations avec les clients] ». (Philip Anisman, « FP Letters to the Editor: Existing rule requires 'good faith' », *Financial Post*, 15 février 2011, en ligne : <http://opinion.financialpost.com/2011/02/15/fp-letters-to-the-editor-existing-rule-requires-%E2%80%98good-faith%E2%80%99/>).

²⁷ Le personnel des ACVM a connaissance de certaines décisions dans lesquelles la CVMO a déclaré que le courtier ou le conseiller a le devoir d'agir au mieux des intérêts du client. Voir p. ex. *Re Gordon-Daly Grenadier Securities*, (2000) 23 O.S.C.B. 5512. Nonobstant ces décisions, le personnel est d'avis que la CVMO faisait probablement référence au devoir de common law que la personne inscrite a, selon elle, envers son client, et qu'elle n'a pas conclu que le devoir d'agir avec équité, honnêteté et de bonne foi crée une norme du meilleur intérêt du client ou en est l'équivalent.

²⁸ Voir l'article 116 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, c. S.5; l'article 159.3 de la Loi du Québec; l'article 125 de la Loi de la Colombie-Britannique; le paragraphe 3 de l'article 75.2 de la Loi de l'Alberta; le paragraphe 2 de l'article 33.1 de la Loi de la Saskatchewan; le paragraphe 1 de l'article 154.2 de la Loi du Manitoba; le paragraphe 3 de l'article 26.2 de la Loi de Terre-Neuve-et-Labrador; le paragraphe 1 de l'article 90 de la Loi de l'Île-du-Prince-Édouard; le paragraphe 3 de l'article 39A de la Loi de la Nouvelle-Écosse; le paragraphe 3 de l'article 54 de la Loi du Nouveau-Brunswick; le paragraphe 2 de l'article 90 de la Loi du Yukon, de la Loi des Territoires du Nord-Ouest et de la Loi du Nunavut. Cette obligation légale a été recommandée dès 1969 dans le *Rapport du Comité canadien d'étude des fonds mutuels et des contrats de placement – Étude provinciale et fédérale*, Ottawa, Imprimeur de la Reine pour le Canada, 1969, à la p. 314.

Norme légale du meilleur intérêt du client imposée dans quatre provinces aux conseillers et aux courtiers qui jouissent d'un pouvoir discrétionnaire

Dans quatre provinces (l'Alberta, le Manitoba, Terre-Neuve-et-Labrador et le Nouveau-Brunswick), les conseillers et courtiers qui jouissent d'un pouvoir discrétionnaire sur les investissements de leurs clients ont l'obligation d'agir au mieux des intérêts de ces derniers²⁹. Cette obligation est conforme à la common law évoquée ci-dessus, sous le régime de laquelle le conseiller ou le courtier qui jouit d'un pouvoir discrétionnaire sur les actifs du client a pratiquement toujours un devoir fiduciaire envers celui-ci³⁰.

Québec

Au Québec, en vertu du droit civil et de la *Loi sur les valeurs mobilières*, les courtiers et conseillers inscrits ont actuellement un devoir de loyauté, une obligation de diligence et l'obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client.

En 1994, la réforme du *Code civil du Québec*³¹ (le **Code civil**) a vu l'introduction de ces normes pour certaines relations juridiques, soit l'administration du bien d'autrui, le contrat de service et le mandat.

Non seulement les conseillers et les courtiers sont assujettis au régime général de responsabilité contractuelle prévu par le Code civil, mais, d'après la doctrine et la jurisprudence pertinentes, leur relation avec le client est régie par les règles encadrant ces relations juridiques (les règles applicables sont fonction de la nature et de la portée de la relation).

Quoi qu'il en soit, un devoir de loyauté et, du moins, un devoir d'agir dans le meilleur intérêt du client ainsi qu'une obligation de diligence sont prévus, respectivement, aux articles 1309, 2100 et 2138 du Code civil :

« **1309.** L'administrateur doit agir avec prudence et diligence.

Il doit aussi agir avec *honnêteté et loyauté, dans le meilleur intérêt* du bénéficiaire ou de la fin poursuivie.

[...]

²⁹ Voir le paragraphe 2 de l'article 75.2 de la Loi de l'Alberta; l'article 154.2 de la Loi du Manitoba; le paragraphe 2 de l'article 26.2 de la Loi de Terre-Neuve-et-Labrador; et l'article 54 de la Loi du Nouveau-Brunswick.

³⁰ On trouve quelques autres exemples d'obligation précise d'agir au mieux des intérêts du client dans certaines situations. Ainsi, le sous-conseiller étranger non inscrit d'un conseiller canadien inscrit peut être tenu d'agir au mieux des intérêts de celui-ci et des ses clients, et le conseiller canadien inscrit doit s'engager par contrat avec ses clients à assumer la responsabilité de toute perte découlant d'un manquement du sous-conseiller étranger à cette norme de diligence. Voir p. ex. l'article 7.3 de la *Rule 35-502 Non-Resident Advisers* de la CVMO et l'article 2.10 du *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*. Ces deux dispositions prévoient expressément que le client ne peut dégager la personne inscrite canadienne de la responsabilité contractuelle susmentionnée. Le personnel des ACVM estime que l'application de la norme du meilleur intérêt du client dans ce contexte visait à codifier la common law canadienne, selon laquelle les conseillers ont un devoir fiduciaire à l'égard de leurs clients pour ce qui est de leurs comptes gérés.

³¹ L.Q. 1991, c. 64.

2100. L'entrepreneur et le prestataire de services sont tenus d'agir *au mieux des intérêts* de leur client, avec prudence et diligence.

[...]

2138. Le mandataire est tenu d'accomplir le mandat qu'il a accepté et il doit, dans l'exécution de son mandat, agir avec prudence et diligence.

Il doit également agir avec *honnêteté et loyauté dans le meilleur intérêt* du mandant et éviter de se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et celui de son mandant. » (Nos italiques.)

Il est à noter que, selon Crête, Brisson, Naccarato et Létourneau, cette obligation d'agir avec loyauté est comparable au devoir fiduciaire de common law :

« Comme le mentionne le professeur Naccarato dans son étude sur la juridicité de la confiance, le lien de confiance accrue dans les relations contractuelles apparaît lorsqu'une personne confie (dérivé de confiance) un bien ou une partie de son patrimoine à une autre personne qui agira au nom ou pour le compte du client. Cette confiance accrue apparaît également en raison de la complexité des services offerts qui exigent des connaissances spécialisées, des habiletés et des aptitudes particulières. Plus il y aura une disproportion entre les connaissances des parties, plus la partie vulnérable se fiera à la compétence et à l'honnêteté de son cocontractant. En droit commun québécois, ce type de relation caractérisée par la présence de ce lien de confiance accrue pourra s'inscrire dans un contrat de mandat ou dans une autre forme d'administration du bien d'autrui, alors qu'en droit anglo-saxon, le rapport contractuel pourra être qualifié de "relation fiduciaire" à laquelle se rattachent des obligations fiduciaires³². »

La portée de ces obligations en vertu du Code civil varie en fonction du contexte et de la nature juridiques de la relation conseiller-client (par exemple, gestion de compte sous mandat discrétionnaire ou non, courtier exécutant seulement), compte tenu du degré de confiance, de dépendance et de vulnérabilité du client. La Cour suprême du Canada a statué que ces obligations sont plus rigoureuses pour les gestionnaires de portefeuille et que la confiance revêt une importance déterminante sous le régime de mandat :

« Comme tout mandat, celui qui unit le gestionnaire à son client est infusé de la notion de confiance, le gestionnaire, mandataire, étant investi de la confiance de son client pour la gestion de ses affaires [...] Cet esprit de confiance se reflète dans l'intensité des obligations qui incombent au gestionnaire, laquelle est d'autant plus forte que le mandant est vulnérable, profane, dépendant du

³² R. Crête, G. Brisson, M. Naccarato et A. Létourneau, « La prévention dans la distribution de services de placement », Actes du colloque *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, publié sous la direction de Raymonde Crête, Marc Lacoursière, Mario Naccarato et Geneviève Brisson, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2009, à la p. 259.

mandataire et que le mandat est important. Ainsi, les exigences de loyauté, fidélité et diligence du gestionnaire à l'égard de son client seront d'autant plus sévères³³. »

On retiendra surtout, comme nous l'avons indiqué précédemment, qu'en vertu des articles 160 et 160.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, le courtier ou conseiller inscrit et son représentant sont tenus « d'agir de bonne foi et avec honnêteté, équité et *loyauté* dans [leurs] relations avec [leurs] clients » (nos italiques) et, « [d]ans [leurs] relations avec [leurs] clients et dans l'exécution du mandat reçu d'eux [...] d'apporter le soin que l'on peut attendre d'un professionnel avisé, placé dans les mêmes circonstances ».

Le devoir fiduciaire de common law dans certains cas

Comme nous l'avons vu, les tribunaux canadiens peuvent, compte tenu de la nature de la relation, conclure que le conseiller ou le courtier entretient une relation fiduciaire de common law avec son client (sauf au Québec, où la common law ne s'applique pas en droit privé). Nous avons également vu que les tribunaux canadiens ont isolé cinq facteurs non exclusifs et interdépendants pour effectuer leur analyse : la vulnérabilité, la confiance, l'utilisation des conseils, le pouvoir discrétionnaire (sur le compte ou les investissements du client) et les règles ou codes de conduite professionnels (voir la rubrique « Quand le devoir fiduciaire naît-il en common law? » de la partie 3, ci-dessus).

Le quatrième facteur, le pouvoir discrétionnaire, est particulièrement important dans le contexte de la relation conseiller-client parce que le secteur du conseil fait généralement une distinction entre les clients selon que leurs comptes sont gérés sous mandat discrétionnaire ou non. Un compte géré sous mandat discrétionnaire (aussi appelé compte géré) est un type de compte client dans lequel le conseiller ou le courtier a le pouvoir discrétionnaire de prendre des décisions d'investissement et de faire des opérations sur titres sans obtenir le consentement exprès du client chaque fois. En revanche, dans un compte qui n'est pas géré sous mandat discrétionnaire, le client doit consentir à chaque opération.

Par conséquent, le devoir fiduciaire de common law naît presque toujours lorsque le compte est géré sous mandat discrétionnaire. Il peut également naître si le compte n'est pas géré sous mandat discrétionnaire, selon le pouvoir ou l'influence réels que détient le conseiller ou le courtier et la mesure dans laquelle le client s'en remet à celui-ci. À ce sujet, la Cour suprême du Canada a récemment déclaré ce qui suit :

« Ce pouvoir discrétionnaire de poser des actes susceptibles d'avoir un effet sur les intérêts juridiques ou pratiques du bénéficiaire peut, selon les circonstances, *être défini assez largement*. Il peut découler du pouvoir accordé par une loi, d'une entente,

³³ *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, [2000] 1 R.C.S. 638, au para. 28. Cette interprétation a été réaffirmée dans *Loevinsohn c. Services Investors ltée*, 2007 QCCS 793 (CanLII), au para. 41 : [traduction] « Le contrat de mandat instaure une relation fondée sur la confiance que le client peut à bon droit avoir en la compétence et l'intégrité professionnelle du mandataire. Le sentiment de confiance est caractéristique du contrat de mandat et agit sur l'état d'esprit du client convaincu que la personne à laquelle il s'adresse possède des qualifications professionnelles. »

peut-être d'un engagement unilatéral ou, dans des situations particulières [...] *du bénéficiaire, qui confie au fiduciaire des renseignements ou sollicite son avis dans des circonstances qui lui confèrent un pouvoir*³⁴ ». (Nos italiques.)

Cette déclaration s'appuie sur la jurisprudence antérieure : les tribunaux ont tendance à conclure à l'existence d'une relation fiduciaire, surtout lorsque le client est profane, même si « c'est le bénéficiaire qui a le pouvoir discrétionnaire ultime de disposer des fonds³⁵. »

Les tribunaux canadiens expliquent cette opinion en faisant remarquer qu'en matière de fourniture de conseils, les conseillers et les courtiers occupent différentes positions sur un spectre : à une extrémité, les courtiers exécutants ne fournissent pas de conseils mais se contentent d'exécuter les opérations conformément aux instructions du client et ne sont donc pas visés par le devoir fiduciaire de common law; à l'autre extrémité, les conseillers et courtiers qui gèrent des comptes sous mandat discrétionnaire ont le pouvoir de réaliser des opérations et sont donc visés par ce devoir fiduciaire. L'existence d'un devoir fiduciaire de common law dans les relations qui se situent entre ces deux extrêmes est une question de fait dont la réponse dépend toujours de la nature de la relation client-conseiller³⁶.

Le tableau suivant résume les situations dans lesquelles le devoir fiduciaire de common law naît actuellement en fonction des activités de la personne inscrite :

Type	Catégorie	Activité nécessitant l'inscription	Type de compte ³⁷	Existence du devoir fiduciaire		Surveillance réglementaire directe
				Législation ³⁸	Common law	
Conseiller	Gestionnaire de portefeuille	Conseils à autrui concernant l'achat ou la vente de valeurs ou l'investissement dans celles-ci.	Discrétionnaire	Non ³⁹	Oui	ACVM
			Non discrétionnaire	Non	Cela dépend	
Courtier	Courtier de plein	Négociation de	Discrétionnaire	Non ⁴⁰	Oui	OCRCVM

³⁴ *Galambos*, ci-dessus, note 5, au para. 84. Voir aussi *Frame c. Smith*, [1987] 2 R.C.S. 99, à la p. 136 (la juge Wilson, dissidente).

³⁵ *Hodgkinson*, ci-dessus, note 17, à la p. 182.

³⁶ Voir *Kent v. May* (2001), 298 A.R. 71 (B.R. Alb.), aux para. 51 à 53. Voir aussi, p. ex., *875121 Ontario Ltd. v. Nesbitt Burns Inc.*, [1999] O.J. No. 3825 (C.S); *Hunt v. TD Securities Inc.* (2003), 66 O.R. (3d) 481 (C.A. Ont.); et *Young Estate v. RBC Dominion Securities* (2008), [2008] O.J. No. 5418 (C.S.J. Ont.).

³⁷ Un compte géré sous mandat discrétionnaire, aussi appelé compte géré, est un type de compte client dans lequel le conseiller ou le courtier a le pouvoir exclusif de prendre des décisions d'investissement et de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres sans que le client donne son consentement exprès à chaque opération.

³⁸ Comme nous l'avons vu, tous les conseillers et courtiers inscrits ont actuellement un devoir de loyauté et une obligation de diligence au Québec.

³⁹ Dans quatre provinces (l'Alberta, le Manitoba, Terre-Neuve-et-Labrador et le Nouveau-Brunswick), les conseillers et courtiers qui jouissent d'un pouvoir discrétionnaire sur les investissements de leurs clients ont l'obligation d'agir au mieux des intérêts de ces derniers.

⁴⁰ *Ibid.*

Type	Catégorie	Activité nécessitant l'inscription	Type de compte ³⁷	Existence du devoir fiduciaire		Surveillance réglementaire directe
				Législation ³⁸	Common law	
	exercice	tout type de titres pour son propre compte ou comme mandataire (et conseils)	Non discrétionnaire	Non	Cela dépend	
			Courtage à escompte	Non	Non	
	Courtier en épargne collective	Négociation de titres d'OPC (ou de fonds de travailleurs) pour son propre compte ou comme mandataire (et conseils).	Non discrétionnaire	Non	Cela dépend	ACFM
	Courtier sur le marché dispensé	Négociation de titres du marché dispensé pour son propre compte ou comme mandataire (et conseils).	Non discrétionnaire	Non	Cela dépend	ACVM
	Courtier en plans de bourses d'études	Négociation de plans d'épargne-études pour compte propre ou pour comme mandataire (et conseils).	Non discrétionnaire	Non	Cela dépend	ACVM
Gestionnaire de fonds d'investissement	Gestionnaire de fonds d'investissement	Direction de l'entreprise, des activités et des affaires d'un fonds d'investissement.	s.o.	Oui ⁴¹	Probable	ACVM

Dans le présent Document de consultation, nous tentons de répondre à la question de savoir s'il y a lieu d'imposer une norme légale du meilleur intérêt du client à toutes les catégories de conseillers et de courtiers susmentionnées. Comme nous le verrons, nous reconnaissons qu'il faudrait probablement restreindre le devoir fiduciaire imposé aux courtiers pour tenir compte de la situation et des modèles d'entreprise de certaines catégories de courtiers. Se reporter à l'analyse de la partie 8 pour davantage de renseignements. Cette partie contient aussi des questions en vue de la consultation.

⁴¹ Ci-dessus, note 28.

Obligations en matière de convenance au client

De manière générale, les conseillers et les courtiers ont des obligations de « **connaissance du client** » et doivent prendre des mesures raisonnables avant de faire ce qui suit pour s'assurer que la souscription, l'achat ou la vente d'un titre convient au client :

- faire une recommandation au client ou accepter de lui une instruction de souscription, d'achat ou de vente, si le compte du client n'est pas géré sous mandat discrétionnaire;
- effectuer la souscription, l'achat ou la vente de titres pour le compte géré sous mandat discrétionnaire du client⁴².

Il est interdit de déléguer ces obligations à quiconque, et on ne peut s'en acquitter en se contentant d'indiquer les risques qu'une opération comporte.

Selon l'Instruction générale relative au Règlement 31-103, le conseiller ou le courtier peut avoir besoin d'information détaillée sur le client, par exemple s'il dispose d'un mandat discrétionnaire pour gérer le compte client⁴³. Il devrait alors comprendre dans le détail :

- les besoins et objectifs de placement du client, notamment l'horizon temporel des investissements;
- la situation financière générale du client, dont sa valeur nette, ses revenus, ses investissements actuels et sa situation d'emploi;
- la tolérance du client au risque associé à divers types de titres et de portefeuilles, compte tenu de ses connaissances en matière de placement.

Il se peut également que le conseiller ou le courtier n'ait pas besoin de tous ces renseignements, par exemple s'il ne réalise que des opérations occasionnelles pour le client et que les investissements sont modestes par rapport à la situation financière de celui-ci⁴⁴.

Pour remplir leur obligation d'évaluer la convenance au client, les conseillers et les courtiers doivent déterminer, en fonction des renseignements dont ils disposent à son égard, si la souscription, l'achat ou la vente d'un titre lui convient. Pour évaluer la convenance, ils doivent comprendre ce qui suit :

- i) l'information relative à la connaissance du client et les autres facteurs nécessaires pour établir la convenance de la souscription, de l'achat ou de la vente;
- ii) les caractéristiques des produits qu'ils recommandent au client et les risques connexes (**obligation de connaissance du produit**).

⁴² À noter que l'OCRCVM et l'ACFM ont révisé leurs règles « connaître son client » pour que l'analyse de la convenance au client ne porte pas uniquement sur la souscription, l'achat ou la vente, mais tienne aussi compte de certains événements (p. ex, le remplacement du représentant chargé du compte ou un changement important dans les renseignements du client).

⁴³ Voir la rubrique « Facteurs déterminant l'information relative à la convenance au client » de l'article 13.3 de l'Instruction générale relative au Règlement 31-103, ci-dessus, note 4.

⁴⁴ *Ibid.*

Si le client a plusieurs comptes, le conseiller ou le courtier devrait indiquer si les renseignements sur les objectifs de placement et la tolérance au risque du client se rapportent à un compte particulier ou à l'ensemble des comptes.

Une autorité en valeurs mobilières du Canada a décrit comme suit l'obligation d'évaluer la convenance au client :

[Traduction] « [...] l'obligation de la personne inscrite d'établir si un investissement est *approprié* pour un client donné. Pour évaluer la convenance au client, la personne inscrite doit comprendre le produit d'investissement et en savoir suffisamment sur le client pour établir la *pertinence* du produit⁴⁵. » (Nos italiques.)

En revanche, les investissements et les recommandations ne conviennent pas s'ils ne sont pas appropriés pour le client ou si, selon l'OCRCVM, ils présentent les caractéristiques suivantes :

« [ils] ne cadrent ni [sic] avec la situation personnelle du client, dont sa situation financière courante, ses connaissances en matière de placement, ses objectifs et son horizon de placement, sa tolérance au risque ainsi que la composition et le niveau de risque courants de son portefeuille dans son ou ses comptes au moment du placement et/ou de la recommandation⁴⁶. »

Pour s'acquitter de son obligation d'évaluer la convenance au client, le courtier ou le conseiller doit s'assurer que l'investissement est adéquat ou approprié, ce qui ne signifie pas nécessairement que le produit doive être le « meilleur » pour le client.

On convient généralement que, dans certaines circonstances, le conseiller ou le courtier qui fournit des conseils peut s'acquitter de son obligation d'évaluer la convenance sans pour autant fournir de recommandation d'investissement au mieux des intérêts du client. Selon nous, cela implique qu'il existe plusieurs produits d'investissement convenables, mais que les conseils n'ont pas à en délimiter un sous-ensemble qui, de l'avis du conseiller, cadrent le mieux avec les intérêts du client. Les conseils pourraient notamment tenir compte du coût du produit pour le client.

Démarches récentes chez les OAR

L'OCRCVM a récemment modifié ses règles pour prolonger l'obligation des sociétés membres d'évaluer la convenance au client au-delà du moment où elles recommandent une opération⁴⁷. En vertu des dispositions modifiées, la convenance au client doit être évaluée dans un délai d'un jour lorsque la société a connaissance d'un des événements déclencheurs suivants :

- le transfert ou le dépôt de titres dans le compte;
- le remplacement du représentant chargé du compte;

⁴⁵ *Re Daubney* (2008), 31 O.S.C.B. 4817, à la p. 4819, para. 16.

⁴⁶ *Avis de l'OCRCVM 12-0109 – Connaissance du client et convenance au client – Orientation* (26 mars 2012), en ligne : http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/d21b2822-bcc3-4b2f-8c7f-422c3b3c1de1_fr.pdf.

⁴⁷ *Ibid.*

- un changement important des renseignements sur le client.

L'évaluation de la convenance au client n'est pas requise à la suite d'un événement déclencheur si l'opération est exécutée conformément aux instructions d'une autre société membre de l'OCRCVM, d'un gestionnaire de portefeuille, d'un courtier sur le marché dispensé, d'une banque, d'une société de fiducie ou d'une société d'assurances. Elle n'est pas non plus requise pour les comptes « sans conseils » des clients de détail et des clients institutionnels.

L'OCRCVM a aussi publié un projet de note d'orientation dans lequel il indique que les membres devraient vérifier si le type de compte convient au client et que la « structure de rémunération pour le compte constitue un des facteurs clés dont [ils] doivent tenir compte lorsqu'ils évaluent la convenance globale d'un type de compte⁴⁸ ».

L'ACFM a modifié ses règles sur la convenance au client de la même façon⁴⁹.

Conflits d'intérêts

En règle générale, la personne inscrite a l'obligation de relever tous les conflits d'intérêts existants ou potentiels et de les traiter en les évitant, en les contrôlant ou en les déclarant. Dans l'Instruction générale relative au Règlement 31-103, les ACVM donnent des indications fondées sur des principes pour l'application de ces règles par les sociétés inscrites :

- La personne inscrite devrait **éviter** tout conflit d'intérêts qui est à ce point contraire aux intérêts d'un client (ou des marchés financiers) qu'il n'y a pas d'autre traitement raisonnable du conflit.
- La personne inscrite devrait **contrôler** le conflit s'il est possible de le gérer efficacement au moyen de contrôles internes comme la structure organisationnelle, les liens hiérarchiques et l'agencement des locaux.
- La personne inscrite devrait **déclarer** à ses clients tout conflit dont un investisseur raisonnable s'attendrait à être informé, cette mesure s'ajoutant à toute autre méthode qu'elle peut utiliser pour contrôler le conflit.

La règle générale veut que les conseillers et les courtiers soient en mesure de décider comment appliquer ces principes, mais la législation en valeurs mobilières leur impose des interdictions et des restrictions. Par exemple, le Règlement 31-103 interdit au conseiller inscrit d'effectuer certaines opérations dans les portefeuilles de comptes gérés lorsque la relation peut donner lieu à un conflit d'intérêts ou à une apparence de conflit d'intérêts⁵⁰. Les opérations interdites comprennent les opérations effectuées sur des titres sur lesquels une personne responsable ou

⁴⁸ Avis de l'OCRCVM 12-0253 – Appel à commentaires sur le projet de note d'orientation sur les structures de rémunération pour comptes de placement de détail (14 août 2012), en ligne : http://www.ocrcvm.ca/documents/2012/cdb04cab-2ff1-4e60-898c-0738df8d8ccd_fr.pdf, à la p. 6.

⁴⁹ Bulletin de l'ACFM 0459 – Périodes de transition pour les modifications aux Règles et aux Principes directeurs de l'ACFM, qui mettent en œuvre les projets de modèles de relation client-conseiller (3 décembre 2010), en ligne : http://www.mfda.ca/regulation/bulletins10/Bulletin0459-P_fr.pdf.

⁵⁰ Règlement 31-103, ci-dessus, note 4, à l'art. 13.5.

une personne ayant des liens avec elle peut avoir un droit ou exercer une influence ou un contrôle⁵¹. Le Règlement 31-103 oblige aussi la société à fournir de l'information dans la plupart des cas pour pouvoir recommander de vendre, d'acheter ou de conserver des titres d'un émetteur relié à elle ou associé par rapport à elle⁵².

Modèle de relation conseiller-client

L'OCRCVM a également modifié ses règles récemment afin d'adopter les principaux éléments du modèle de relation client-conseiller pour les courtiers en placement⁵³. Ces modifications portent notamment sur la responsabilité du courtier de régler les conflits d'intérêts entre lui et ses clients. À cet égard, le paragraphe 2 de l'article 3 de la règle 42 de l'OCRCVM prévoit ce qui suit :

« 3. Obligation du courtier membre de régler les conflits d'intérêts

[...]

- (2) Le courtier membre doit régler tous les conflits d'intérêts réels ou éventuels importants entre lui et le client de manière juste, équitable et transparente, *au mieux des intérêts du ou des clients.* » (Nos italiennes.)

En réponse à un commentaire selon lequel les mots « au mieux des intérêts du ou des clients » pourraient être interprétés comme créant une obligation fiduciaire, le personnel de l'OCRCVM a déclaré ce qui suit :

« L'OCRCVM ne croit pas que cet énoncé crée en lui-même une obligation fiduciaire relativement aux conflits d'intérêts réels ou éventuels importants, et l'OCRCVM n'a pas l'intention d'en créer une. L'existence ou non d'une obligation fiduciaire dans une relation en fonction du compte dépend des faits de chaque cas, notamment des services fournis au client et du degré de confiance que le client accorde au courtier membre ou au conseiller lorsqu'il prend une décision de placement. Même si la norme de conduite qu'établit la proposition n'est pas aussi élevée qu'une obligation fiduciaire, elle a pour but de renforcer la protection de l'épargnant en clarifiant les attentes de l'OCRCVM sur la façon de régler les conflits d'intérêts réels ou potentiels importants entre la personne autorisée et le client ainsi qu'entre le courtier membre et les clients en général⁵⁴. »

Dans la version anglaise, la règle de l'OCRCVM exige seulement du courtier membre qu'il règle les conflits d'intérêts en tenant compte des intérêts du ou des clients (*considering the best interests of the client or clients*)⁵⁵. Elle ne crée peut-être pas d'obligation fiduciaire, mais

⁵¹ Article 13.5 de l'Instruction générale relative au Règlement 31-103, ci-dessus, note 4.

⁵² Règlement 31-103, ci-dessus, note 4, à l'art. 13.6.

⁵³ *Avis de l'OCRCVM 12-0107 - Modèle de relation client-conseiller – Mise en œuvre* (26 mars 2012), en ligne : http://www.ocrevm.ca/Documents/2012/c168cd67-0f80-468e-b38b-c6ef773ecc41_fr.pdf.

⁵⁴ *Ibid.*, à la p. 27.

⁵⁵ Il est intéressant de noter que la version anglaise du paragraphe 2 de l'article 2 de la règle des courtiers membres 42 de l'OCRCVM prévoit ce qui suit : « The Approved Person must address all existing or potential material

l'OCRCVM estime qu'elle impose une norme plus élevée pour « renforcer la protection de l'épargnant ».

En réponse à la consultation menée par l'OCRCVM au sujet des modifications de ses règles, plusieurs commentaires ont été faits au sujet des coûts et des avantages des projets de modification. Le personnel de l'OCRCVM a déclaré ce qui suit :

« Les commentaires reçus des investisseurs indiquent que les propositions présentent un avantage important, même s'il est difficile de le quantifier avec quelque précision, soit l'augmentation de la protection des investisseurs grâce à une meilleure communication en matière de relation en fonction du compte, de conflits d'intérêts courtier membre/conseiller et de renseignements sur le rendement du compte et grâce à une évaluation plus fréquente de la convenance des actifs du compte. Le personnel de l'OCRCVM a recueilli une information abondante sur les questions de coûts pendant le processus de rédaction des règles. Nous croyons comprendre les questions de coûts soulevées dans les commentaires et en avoir pleinement tenu compte. Lorsque c'était possible, l'OCRCVM a élaboré ces propositions pour atteindre les objectifs de protection de l'investisseur du projet de MRCC tout en réduisant les coûts éventuels de mise en œuvre et les coûts de conformité permanents⁵⁶ ».

Les règles de l'ACFM sur les conflits d'intérêts sont analogues à celles de l'OCRCVM⁵⁷.

Autres obligations des conseillers et des courtiers

La législation en valeurs mobilières impose actuellement aux conseillers et aux courtiers plusieurs autres obligations fondées sur des principes ou des règles qui touchent directement la relation client-conseiller :

i) Information sur la relation⁵⁸

Les conseillers et les courtiers doivent transmettre au client toute l'information qu'un investisseur raisonnable jugerait importante en ce qui concerne sa relation avec eux. Ils doivent notamment indiquer tous les frais facturés au client pour gérer le compte, les frais facturés au client pour acheter, détenir et vendre des

conflicts of interest between the Approved Person and the client in a fair, equitable and transparent manner, *and consistent with the best interests of the client or clients* ». (Nos italiques.) La version française prévoit également « *au mieux des intérêts du ou des clients* » dans cette disposition. La version anglaise du paragraphe 3 de l'article 2 de la règle des courtiers membres 42 prévoit ce que suit : « Any existing or potential material conflict of interest between the Approved Person and the client that cannot be addressed in a fair, equitable and transparent manner, and *consistent with the best interests of the client or clients*, must be avoided. ». (Nos italiques.) La version française prévoit également « *au mieux des intérêts du ou des clients* ». Bien que l'OCRCVM ait déclaré qu'il n'avait pas l'intention de créer d'obligation fiduciaire (sic), la règle sur les conflits d'intérêts applicable aux personnes autorisées semble prévoir une norme plus élevée que la règle applicable aux courtiers membres, qui exige seulement de « tenir compte » (*consider*) des intérêts du client.

⁵⁶ Ci-dessus, note 53, à la p. 19.

⁵⁷ Voir l'article 2.1.4 des règles de l'ACFM, en ligne : <http://www.mfda.ca/regulation/rules.html>.

⁵⁸ Règlement 31-103, ci-dessus, note 4, section 2 de la partie 14.

investissements ainsi que la rémunération qui leur est versée pour exécuter des opérations sur titres.

ii) Information sur les ententes d'indication de clients⁵⁹

Les conseillers et les courtiers doivent fournir à leurs clients de l'information sur toutes les ententes d'indication de clients, qu'elles portent ou non sur leurs activités réglementées.

iii) Service de règlement des différends⁶⁰

Les conseillers et les courtiers doivent documenter chaque plainte sur les produits et services offerts par eux ou leurs représentants et y répondre efficacement et équitablement. Ils doivent mettre à la disposition du client, à leurs frais, un service de règlement des différends ou de médiation indépendant⁶¹.

iv) Restrictions en matière de rémunération et de mesures incitatives pour la plupart des organismes de placement collectif⁶²

La plupart des organismes de placement collectif sont soumis à des restrictions et à des interdictions visant leurs pratiques en matière de courtages, de commissions de suivi et de mesures incitatives internes des courtiers. Il leur est notamment interdit d'augmenter en fonction du volume de titres placés les taux de commission versés à leurs courtiers participants.

5) DÉMARCHES RÉCENTES AUX ÉTATS-UNIS, AU ROYAUME-UNI, EN AUSTRALIE ET DANS L'UNION EUROPÉENNE

Les démarches récemment entreprises aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et dans l'Union européenne en ce qui concerne la relation client-conseiller sont pertinentes aux fins de la présente analyse. Ces quatre territoires ont soit mis en œuvre, soit proposé une norme légale restreinte du meilleur intérêt du client. On trouvera ci-après une description générale de ces projets.

⁵⁹ *Ibid.*, division 3 de la partie 13.

⁶⁰ *Ibid.*, division 5 de la partie 13.

⁶¹ À noter que cette obligation (qui ne s'applique pas au Québec en raison de son régime juridique) n'a pas encore entré en vigueur à l'égard des sociétés qui étaient inscrites à l'entrée en vigueur du Règlement 31-103. Se reporter à l'Avis 31-330 du personnel des ACVM, *Décisions générales prolongeant certaines dispositions transitoires relatives à l'obligation d'inscription à titre de gestionnaire de fonds d'investissement et à l'obligation d'offrir des services de règlement des différends* (5 juillet 2012), en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2012/2012juil05-31-330-avis-acvm-fr.pdf>.

⁶² Voir le *Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif*, Bulletin hebdomadaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXXII, n°22 (1^{er} juin 2001).

États-Unis

Conformément au *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Loi Dodd-Frank)*⁶³, le personnel de la SEC a publié, le 21 janvier 2011, un rapport faisant état des conclusions d'une étude sur les obligations des courtiers (*brokers*⁶⁴ et *dealers*⁶⁵) et des conseillers en valeurs (*investment advisers*⁶⁶) (l'**étude de la SEC**⁶⁷). Cette étude devait permettre à la SEC de décider s'il convenait d'imposer une norme légale uniforme du meilleur intérêt du client aux courtiers et aux conseillers qui fournissent des conseils personnalisés en investissement dans des titres à des investisseurs de détail.

Actuellement, aux États-Unis, les conseillers en valeurs sont assujettis à une norme fiduciaire (à noter qu'il faut les distinguer des courtiers, lesquels offrent ces services accessoirement et ne sont pas rémunérés à cette fin particulière)⁶⁸. En revanche, les courtiers sont généralement assujettis à une norme de convenance au client ainsi qu'au devoir plus large de traiter les clients équitablement et à d'autres obligations⁶⁹. Les courtiers n'ont généralement pas de devoir fiduciaire en vertu des lois fédérales sur les valeurs mobilières, mais les tribunaux ont statué qu'ils en ont un dans certaines circonstances. C'est notamment le cas de ceux qui exercent un pouvoir discrétionnaire ou un contrôle sur les actifs de leurs clients ou qui entretiennent avec eux une relation de confiance⁷⁰.

Dans l'étude de la SEC, le personnel souligne que les conseillers en valeurs et les courtiers sont soumis à une réglementation étendue sous divers régimes. Cependant, nombre d'investisseurs de détail ne comprennent pas ni ne distinguent les fonctions des conseillers en valeurs et des courtiers. Le personnel de la SEC indique que les investisseurs trouvent souvent déconcertants les critères de diligence applicables aux conseillers en valeurs et aux courtiers pour ce qui est des conseils personnalisés en matière de valeurs mobilières. L'étude de la SEC note également que les investisseurs de détail ne devraient pas avoir à se perdre dans les distinctions juridiques pour

⁶³ H.R. 4173, 111th Cong. (2010).

⁶⁴ Le *broker* est la personne qui exerce le courtage de valeurs mobilières à titre de mandataire.

⁶⁵ Le *dealer* est la personne dont l'activité consiste à souscrire, à acheter ou à vendre des valeurs mobilières pour le compte d'une personne à titre de contrepartiste par l'entremise d'un *broker* ou d'une autre façon. L'expression « *broker-dealer* » (courtier) est souvent utilisée en raison du chevauchement de ces fonctions.

⁶⁶ L'*investment adviser* (conseiller en valeurs) est la personne qui conseille autrui contre rémunération en ce qui concerne la valeur de titres ou l'opportunité de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres, ou qui publie ou diffuse, contre rémunération et dans le cadre de ses activités habituelles, des analyses ou des rapports concernant des titres.

⁶⁷ Securities and Exchange Commission (Staff), *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers – As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (janvier 2011), en ligne : <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>.

⁶⁸ Bien que l'*Investment Advisers Act of 1940* (la « **Loi sur les conseillers** ») n'utilise ni le terme *fiduciary* (« fiduciaire ») ni l'expression *best interests* (« au mieux des intérêts ») relativement à la norme de conduite à laquelle le conseiller en valeurs est tenu, la Cour suprême des États-Unis a statué que celui-ci a, dans les faits, une obligation fiduciaire; pour plus de renseignements, voir, p. ex. Michael V. Seitzinger (Service de recherche du Congrès), *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Standards of Conduct of Brokers, Dealers and Investment Advisers* (19 août 2010), en ligne : www.fas.org/sgp/crs/misc/R41381.pdf.

⁶⁹ Voir l'étude de la SEC, ci-dessus, note 67, aux p. 46 à 83. Nous faisons remarquer que l'obligation de traiter le client équitablement qui incombe aux courtiers n'est pas prévue par la loi mais découle des dispositions anti-fraude de la législation fédérale américaine en valeurs mobilières. Ce qui semble indiquer qu'il n'existe pas à proprement parler de dispositions légales équivalentes aux dispositions actuellement en vigueur au Canada.

⁷⁰ *Ibid.*, aux p. 54 et 55.

savoir le type de conseils auxquels ils ont droit. Ils devraient plutôt être protégés uniformément lorsqu'ils reçoivent des conseils personnalisés en matière de valeurs mobilières, qu'ils s'adressent à un conseiller en valeurs ou bien à un courtier. Parallèlement, le personnel de la SEC note que les investisseurs de détail devraient continuer d'avoir accès aux divers barèmes des droits, options d'ouverture de compte et types de conseils que leur offrent les conseillers en valeurs et les courtiers⁷¹.

Compte tenu des commentaires reçus et des recherches commandées avant la crise financière, le personnel de la SEC recommande, dans son étude, que la SEC établisse une norme fiduciaire au moins aussi sévère que celle qui est actuellement imposée aux conseillers en valeurs en vertu de la Loi sur les conseillers. Il recommande que la norme de conduite fiduciaire uniforme :

[Traduction] « applicable à tous les courtiers et conseillers en valeurs qui fournissent des *conseils personnalisés en matière d'investissement dans des titres à un investisseur de détail* (et à tout autre client que la Commission peut désigner par règlement) doit consister à agir *au mieux des intérêts du client, sans égard à leurs propres intérêts, financiers ou autres.* » (Nos italiques.)

Le personnel de la SEC fait plusieurs recommandations en ce qui a trait à la mise en œuvre de sa norme du meilleur intérêt du client. Selon lui, la Commission devrait notamment :

- interdire certains conflits et faciliter la fourniture d'information uniforme, simple et claire aux investisseurs de détail sur les modalités de leur relation avec les courtiers et les conseillers en valeurs, notamment tout conflit d'intérêts important;
- préciser, au moyen d'indications d'interprétation ou de règles, la façon dont les courtiers devraient s'acquitter de la norme fiduciaire uniforme dans leurs activités de négociation pour compte propre;
- envisager de définir des normes uniformes pour l'obligation de diligence envers les investisseurs de détail, que ce soit au moyen de règles ou d'indications d'interprétation (les normes de professionnalisme de base pourraient notamment préciser les fondements que le courtier ou le conseiller en valeurs doit avoir pour faire une recommandation à un investisseur);
- adopter des règles ou publier des indications d'interprétation expliquant ce qu'on entend par « conseils personnalisés en matière d'investissement dans des titres »;
- envisager des activités additionnelles de sensibilisation des investisseurs, ce qui serait important pour mettre en œuvre la norme fiduciaire uniforme⁷².

L'étude de la SEC contient aussi une analyse coûts-avantages détaillée, quoique préliminaire⁷³.

La publication de l'étude de la SEC a soulevé une controverse. Deux commissaires républicains de la SEC ont cosigné une déclaration pour dénoncer les failles de l'analyse, en particulier le

⁷¹ Communiqué de la SEC 2011-20 – *SEC Releases Staff Study Recommendations a Uniform Fiduciary Standard of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers* (22 janvier 2012), en ligne : <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-20.htm>.

⁷² Étude de la SEC, ci-dessus, note 67, à la p. vii.

⁷³ *Ibid.*, à la partie V.

manque de preuves que le régime réglementaire était préjudiciable aux investisseurs, et l'absence d'une analyse coûts-avantages raisonnable à l'appui de la norme proposée⁷⁴.

Aux États-Unis, les avis au sujet d'une éventuelle norme légale du meilleur intérêt du client sont partagés. D'une part, le principal organisme d'autoréglementation du commerce des valeurs mobilières (la Financial Industry Regulatory Authority (**FINRA**)) et les principales organisations du secteur (p. ex. la Securities Industry and Financial Markets Association (**SIFMA**) et l'Investment Adviser Association (**IAA**)) sont *en faveur* de l'application d'une norme du meilleur intérêt du client qui soit uniforme aux courtiers et conseillers en valeurs lors de la fourniture de conseils en investissement en valeurs mobilières aux clients de détail⁷⁵. D'autre part, la FINRA et la SIFMA (mais pas l'IAA) soutiennent fermement qu'il faudrait *appliquer* la norme *différemment* aux courtiers et aux conseillers en valeurs pour tenir compte des différences dans leurs modèles d'entreprise et, du moins dans le cas des courtiers, pouvoir la modifier en partie par contrat avec le client⁷⁶. Selon elles, on commettrait une erreur si on se contentait d'appliquer aux courtiers le régime actuel des conseillers en valeurs. L'un des auteurs de la Loi Dodd-Frank, le membre du Congrès Barney Frank, a également exprimé cette préoccupation dans sa lettre à la SEC du 31 mai 2011⁷⁷. L'IAA et d'autres intervenants américains ont critiqué la position de la FINRA et de la SIFMA en les accusant de favoriser une norme fiduciaire édulcorée⁷⁸.

L'application pratique d'un devoir fiduciaire est un sujet sensible pour les courtiers, notamment parce qu'ils ignorent si cela aurait pour effet de restreindre ou d'interdire certaines de leurs pratiques actuelles de rémunération à l'opération. La Loi Dodd-Frank a accentué cette incertitude. Elle prévoit explicitement que les courtages et les autres formes de rémunération touchés pour la vente de titres ne contreviennent pas en tant que telles à la norme de conduite fiduciaire uniforme des courtiers⁷⁹. Cependant, elle investit la SEC du pouvoir d'interdire ou de restreindre les pratiques en matière de vente, de conflits d'intérêts et de rémunération des courtiers et des conseillers en valeurs qu'elle juge contraires à l'intérêt public et à la protection des investisseurs⁸⁰. En réponse, un groupe d'organisations de consommateurs et d'intervenants du secteur du conseil favorable à un devoir fiduciaire uniforme a soumis à la SEC un plan pour clore le débat⁸¹. Ce plan était remarquable à plusieurs égards, dont le moindre n'était pas que ces organisations acceptaient la possibilité que les courtiers conservent nombre de leurs pratiques actuelles en matière de rémunération, même si le devoir fiduciaire leur était imposé.

⁷⁴ SEC, *Statement by SEC Commissioners: Statement Regarding Study On Investment And Broker-Dealers* (21 janvier 2012), en ligne : <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch012211klctap.htm>.

⁷⁵ Voir p. ex. <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@guide/documents/industry/p121983.pdf>, <http://www.sifma.org/issues/private-client/fiduciary-standard/position/> et <http://www.sec.gov/comments/4-606/4606-2563.pdf> (**lettre de l'IAA**).

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ <http://media.advisorone.com/advisorone/files/ckeditor/Barney%20Frank%20Letter.pdf>.

⁷⁸ Lettre de l'IAA, ci-dessus, note 75.

⁷⁹ Loi Dodd-Frank, ci-dessus, note 63, à l'art. 913.

⁸⁰ *Ibid.*, au sous-para. 913(h)(2).

⁸¹ <http://www.consumerfed.org/pdfs/SIFMA-FrameworkResponse3-29-12.pdf>.

L'étude de la SEC donne un exemple de norme restreinte du meilleur intérêt du client créée par un organisme de réglementation étranger en vue de son application aux conseillers et aux courtiers :

- Premièrement, cette norme ne s'appliquerait aux sociétés que lorsqu'elles fournissent des « conseils personnalisés en matière d'investissement⁸² » et non à leurs autres relations avec leurs clients. Le personnel de la SEC estime que cette définition devrait à tout le moins viser la fourniture de « recommandations » en vertu de la réglementation applicable aux courtiers, à l'exception des « conseils impersonnels en matière d'investissement » développés sous le régime de la Loi sur les conseillers⁸³.
- Deuxièmement, cette norme ne s'appliquerait qu'aux investisseurs de détail, définis comme des personnes physiques qui se servent de conseils en investissement principalement à des fins personnelles, familiales ou ménagères.
- Troisièmement, bien que certains intervenants du secteur américain aient demandé des précisions à cet égard⁸⁴, le devoir n'incomberait aux courtiers que lors de la fourniture des conseils, de sorte qu'il ne s'agirait probablement pas d'un devoir continu à l'égard des conseils donnés précédemment.

Bien que la réglementation semble demeurer une priorité pour le personnel de la SEC sur ce point (le projet de règle devait initialement être publié au printemps 2011), la SEC a subi des retards importants parce qu'elle tente de réaliser une analyse coûts-avantages solide à ce stade. À cette fin, elle compte demander aux conseillers en valeurs et à d'autres intervenants de lui fournir des données sur les coûts et les avantages de la norme du meilleur intérêt du client qui est recommandée⁸⁵. On ignore pour le moment quand la SEC donnera suite.

⁸² Le personnel de la SEC [traduction] « recommande que la Commission établisse des règles ou publie des indications d'interprétation pour définir ou interpréter l'expression "conseils personnalisés en matière d'investissement dans des titres", de façon à éclairer les courtiers, les conseillers en valeurs et les investisseurs de détail. Il estime que cette définition devrait à tout le moins viser la fourniture de "recommandations" en vertu de la réglementation applicable aux courtiers, exception faite des "conseils impersonnels en matière d'investissement" développés sous le régime de la Loi sur les conseillers. Il estime de surcroît que cette expression pourrait aussi désigner les autres actes ou communications qui seraient considérés comme des conseils en investissement dans des titres en vertu de cette loi (comme les comparaisons de titres ou les stratégies de répartition de l'actif), exception faite des "conseils impersonnels en matière d'investissement" développés sous le régime de cette loi. » Étude de la SEC, ci-dessus, note 67, à la p. 27.

⁸³ La SEC a défini certains services que les conseillers en valeurs peuvent fournir comme des « conseils impersonnels en matière d'investissement », c'est-à-dire [traduction] « des services de conseil en matière d'investissement fournis au moyen de documents ou de déclarations verbales qui ne visent à répondre ni aux objectifs ni aux besoins de personnes physiques ou de comptes en particulier », *ibid.*, à la p. 123.

⁸⁴ Voir <http://thomsonreuters.com/content/corporate/docs/informer-article.pdf>, à la p. 43, et la lettre envoyée par la SIFMA à la SEC en mai 2012 (<http://www.sec.gov/comments/4-606/4606-2977.pdf>), dans le scénario 2 de l'Annexe A.

⁸⁵ Voir p. ex. Liz Skinner, « SEC wants industry data as it shapes fiduciary proposal », *Investment News* (24 février 2012), en ligne : <http://www.investmentnews.com/article/20120224/FREE/120229945>.

Recherches américaines récentes sur l'incidence possible d'un devoir fiduciaire

Deux études importantes ont tenté de déterminer l'incidence qu'un devoir fiduciaire légal aurait sur les courtiers aux États-Unis.

La première, publiée en octobre 2010 et intitulée *Standard of Care Harmonization: Impact Assessment for SEC*, a été commandée par la SIFMA et réalisée par Oliver Wyman (l'**étude de la SIFMA**)⁸⁶. Elle avait pour objet d'examiner l'incidence probable de l'application de la Loi sur les conseillers à l'ensemble des activités de courtage aux États-Unis. Oliver Wyman a recueilli des données auprès d'un large éventail de maisons de courtage pour évaluer l'incidence de modifications significatives de la norme de diligence existante sur les courtiers et les conseillers en valeurs. Les 17 sociétés qui ont fourni des données desservent 38,2 millions de foyers et gèrent des actifs de 6,8 billions de dollars. Selon Oliver Wyman, cela signifie que son étude porte sur environ 33 % des foyers et 25 % des actifs financiers de clients de détail aux États-Unis⁸⁷.

Selon l'étude de la SIFMA, les investisseurs de détail éprouveraient [traduction] « une baisse de l'offre de produits et de services et une hausse des coûts » si la norme de diligence était uniformisée pour les conseillers en valeurs et les courtiers, [traduction] « sans tenir correctement compte des importantes distinctions entre modèles d'entreprise⁸⁸ ». L'étude de la SIFMA précise qu'un critère de diligence uniforme pour les conseillers en valeurs et les courtiers réduirait l'accès :

- aux modèles d'investissements et de conseil préférés des investisseurs;
- aux produits d'investissement placés principalement par les courtiers;
- aux options d'investissement les plus abordables.

En somme, l'étude de la SIFMA conclut que l'application de la Loi sur les conseillers à l'ensemble des activités de courtage nuirait probablement aux consommateurs (surtout les petits investisseurs) en ce qui concerne le choix, l'accès aux produits et le coût des services conseils.

La seconde étude, publiée en mars 2012 et intitulée *The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice*, a été commandée par la Roger and Brenda Gibson Family Foundation, Fi360, le Committee for the Fiduciary Standard et la Financial Planning Association. Elle a été réalisée par Michael Finke (Texas Tech University) et Thomas Patrick Langdon (Roger Williams University) (l'**étude universitaire**)⁸⁹. Cette étude décrit les résultats des recherches menées par les auteurs sur l'incidence d'un devoir fiduciaire sur les courtiers

⁸⁶ Oliver Wyman, *Standard of Care Harmonization – Impact Assessment for SEC* (octobre 2010), en ligne : <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=21999>.

⁸⁷ *Ibid.*, à la p. 3.

⁸⁸ Communiqué de la SIFMA, *Study Shows Negative Impact on Retail Investors if Fiduciary Standard Does Not Recognize Different Business Models* (1^{er} novembre 2010), en ligne : <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=21910>.

⁸⁹ Michael S. Finke et Thomas Patrick Langdon, *The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice* (9 mars 2012), en ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019090.

américains et leur relation avec leurs clients. Elle part de la prémisse qu'un devoir fiduciaire est déjà imposé aux courtiers en vertu des lois de quatre États américains.

Comme nous l'avons vu, l'étude de la SEC recommande d'adopter une norme fiduciaire uniforme pour les conseillers en valeurs et les courtiers qui conseillent des clients de détail. Ses auteurs ont tenté de déterminer l'incidence que cela aurait sur les courtiers. En revanche, l'étude universitaire décrit les recherches menées par les auteurs et leurs conclusions comme suit :

[Traduction] « La présente étude porte sur la réglementation des représentants inscrits des courtiers. Elle vise à déterminer si le projet d'application d'une norme fiduciaire universelle aura une incidence significative sur le secteur du conseil financier. Nous nous fondons sur les différences d'application de la norme fiduciaire aux représentants qui existent entre les États pour vérifier si les représentants déjà assujettis à une obligation fiduciaire plus stricte en souffrent. Nous effectuons un sondage auprès de 207 représentants dans les quatre États qui appliquent une norme fiduciaire stricte et dans les 14 États qui n'appliquent pas de norme fiduciaire et ne trouvons aucune différence statistique entre les deux groupes pour ce qui est du pourcentage de clients à faible revenu ou fortunés, de la capacité de fournir un large éventail de produits, y compris ceux qui donnent lieu au paiement de courtages, de la capacité de donner des conseils personnalisés et du coût de la conformité.

[...]

Les résultats empiriques n'apportent aucune preuve que l'imposition d'une norme fiduciaire légale plus stricte aux représentants nuit réellement aux courtiers. L'opposition de la profession à l'application d'une réglementation plus stricte donne à penser que les courtiers obligés d'évaluer la convenance au client engagent des coûts d'encadrement importants. L'imposition d'une norme fiduciaire universelle aux conseillers financiers peut entraîner une nette augmentation du bien-être pour la société, et notamment pour les consommateurs qui ne sont pas en mesure de réduire les coûts d'encadrement, grâce au resserrement de la surveillance des conseillers qui disposent des meilleurs renseignements, mais cela se fera probablement aux dépens des courtiers. Ces résultats apportent la preuve que la profession continuera probablement, après l'imposition d'une réglementation fiduciaire, à exercer ses activités de la même façon qu'avant le projet de modification des normes de conduite actuelles des courtiers. »

Si l'étude universitaire conclut que [traduction] « [l]es résultats empiriques n'apportent aucune preuve que l'imposition d'une norme fiduciaire légale plus stricte aux représentants nuit réellement aux courtiers », cela est en partie attribuable au fait que ces derniers sont déjà assujettis à des obligations d'évaluer la convenance au client qui leur imposent des coûts significatifs.

Royaume-Uni

Depuis la fin de 2007, l'ensemble des entreprises d'investissement du Royaume-Uni (qu'elles agissent à titre de conseillers ou de courtiers) doivent se soumettre à l'obligation légale [traduction] « d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de leurs clients. »⁹⁰. Selon notre compréhension, la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni n'interprète pas cette norme comme une obligation absolue pour les conseillers d'agir au mieux des intérêts de leurs clients (et donc non pas comme une norme du meilleur intérêt du client au sens strict), mais plutôt comme une norme restreinte. Selon les principes fondamentaux de la FSA concernant les entreprises d'investissement, la norme du meilleur intérêt du client n'est pas un devoir fiduciaire sans restriction⁹¹; elle est plutôt nuancée afin de tenir compte des divers modèles d'entreprises du secteur du conseil en investissement au Royaume-Uni.

Outre la norme restreinte du meilleur intérêt du client au Royaume-Uni, des règlements centrés sur diverses catégories de conseils que peuvent recevoir les clients de détail ont été finalisés et sont en attente d'être mis en œuvre. En juin 2006, la FSA a lancé son programme d'examen des placements effectués auprès des clients de détail (*Retail Distribution Review*) (les **réformes du Royaume-Uni**) en vue d'examiner la façon dont s'effectuent les placements auprès des clients de détail britanniques⁹².

Cet examen a permis à la FSA de cerner divers problèmes persistants en ce qui a trait à la qualité des conseils et aux résultats pour les consommateurs sur le marché de l'investissement au Royaume-Uni ainsi que la confiance envers celui-ci. La FSA était particulièrement préoccupée par les éléments suivants :

- les sociétés offrant des conseils en investissement donnent une description ambiguë des services offerts aux consommateurs;
- les normes professionnelles des conseillers en valeurs n'étaient pas assez élevées;
- la rémunération des conseillers pouvait fausser les résultats pour les consommateurs de façon significative.

⁹⁰ *Conduct of Business Sourcebook* du FSA du Royaume-Uni, en ligne : <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>, à l'article 2.1.1. Cette obligation a été introduite en 2007 dans le cadre de la Directive sur les marchés d'instruments financiers de l'Union européenne. Pour plus de renseignements sur cette directive et les projets de réformes actuellement menés dans son sillage, se reporter à la partie du Document de consultation qui aborde les projets de réformes dans l'Union européenne.

⁹¹ On trouvera dans la demande présentée par le plus important groupe de protection des investisseurs du Royaume-Uni de plus amples arguments en faveur de l'imposition d'un devoir fiduciaire aux conseillers et aux courtiers : <http://www.fs-cp.org.uk/publications/pdf/fiduciary-duty.pdf>. Le Financial Services Consumer Panel (FSCP) a été constitué par la FSA en vertu de la *Financial Services and Markets Act* afin de défendre les intérêts des consommateurs. Il est indépendant de la FSA et peut s'exprimer publiquement sur des questions lorsqu'il le juge approprié. Voir aussi John Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Final Report* (juillet 2012), en ligne : <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>.

⁹² Voir le site Web du Retail Distribution Review du FSA, en ligne : <http://www.fsa.gov.uk/rdr>.

Les réformes du Royaume-Uni ont conduit à l'introduction de divers règlements axés sur les investisseurs de détail, notamment :

(i) Catégories de conseils mieux définies. Les conseils pouvant être fournis aux investisseurs de détail ont été divisés en deux grandes catégories :

- Les *conseils indépendants* sont des conseils qui portent sur l'ensemble des produits et des fournisseurs qui pourraient répondre aux besoins d'un investisseur et qui sont ainsi libres de toute restriction ou partialité au moment des recommandations. Les sociétés qui fournissent ces conseils doivent prendre les mesures suivantes : a) tenir compte d'une plus vaste gamme de produits (les produits d'investissement de détail); b) donner des conseils sans restrictions et impartiaux qui sont fondés sur une analyse approfondie et juste du marché concerné; et c) informer leurs clients, avant de leur donner des conseils, du fait qu'elles offrent des conseils indépendants (c'est-à-dire des conseils qui ne comportent aucune restriction ni aucune réserve)⁹³.
- Les *conseils restreints* sont des conseils qui comportent certaines restrictions (par exemple, en offrant uniquement des produits « maison » ou certains types de produits). Les sociétés offrant ce type de conseils doivent en aviser leurs clients par écrit et verbalement avant de les offrir, et décrire la nature de la restriction. La catégorie de conseils restreints est également composée des « conseils de base »⁹⁴ et des « conseils simplifiés »⁹⁵.

(ii) Interdiction visant les commissions intégrées. Les conseillers qui offrent des conseils indépendants ou la plupart des types de conseils restreints (à l'exception des « conseils de base »⁹⁶) doivent indiquer leurs tarifs dans une convention conclue avec les investisseurs de détail avant de leur proposer des produits qui leur conviennent. Les fournisseurs de produits se verront interdits d'exiger des commissions préétablies aux conseillers qui offrent des conseils indépendants et restreints. Le coût des services-conseils pourra toutefois être intégré aux paiements versés par le client pour le produit financier acheté.

(iii) Professionnalisme. Les conseillers devront⁹⁷ :

- adhérer à un code de déontologie;
- posséder les qualifications appropriées;

⁹³ Voir FSA, *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice – finalized guidance* (juin 2012), en ligne: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/fg12-15.pdf>.

⁹⁴ Les conseils de base sont une version courte et simple de conseils financiers pour lesquels les conseillers utilisent des questions préétablies pour définir les priorités financières de l'investisseur et décider si un produit faisant partie de leur gamme de produits d'investissement et d'épargne à faible coût et fortement réglementés convient au client.

⁹⁵ Note 93 ci-dessus, à la page 8.

⁹⁶ *Ibid.*

⁹⁷ Voir p. ex. <http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr/firms/professionalism>.

- suivre au moins 35 heures de formation professionnelle continue par année;
- obtenir un Statement of Professional Standing d'un organisme agréé.

La FSA maintiendra et appliquera ces normes. Les conseillers actuels ne respectant pas ces normes ne pourront plus faire de recommandations personnelles à des clients de détail à partir du 1^{er} janvier 2013⁹⁸.

La FSA et des consultants externes ont réalisé d'importantes analyses coût-avantages et études d'impact sur le marché relativement aux réformes du Royaume-Uni⁹⁹. Elle a indiqué qu'elle réaliserait un examen après la mise en œuvre de ces réformes¹⁰⁰.

La FSA offre un autre exemple de la façon dont un organisme de réglementation étranger a élaboré une norme restreinte :

- d'abord, selon notre compréhension, la norme du meilleur intérêt du client établie par la FSA n'est pas une obligation absolue pour les conseillers d'agir au mieux des intérêts de leurs clients (et donc non pas une norme du meilleur intérêt du client au sens strict) mais plutôt une norme restreinte.
- enfin, selon la nature des conseils donnés aux investisseurs de détail (indépendants ou restreints), les conseillers seront assujettis à un ensemble d'obligations réglementaires adaptées en fonction du conseil.

Les réformes du Royaume-Uni entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2013 et s'appliqueront à tous les conseillers du marché de l'investissement de détail, peu importe le type de société pour laquelle ils travaillent (par exemple des banques, des fournisseurs de produits, des conseillers financiers indépendants ou des gestionnaires de patrimoine)¹⁰¹.

Australie

En novembre 2009, l'Australian Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services (comité mixte parlementaire australien sur les sociétés par actions et les services financiers) a publié un rapport *i*) étudiant la débâcle retentissante de deux maisons de courtage australiennes, et *ii*) recommandant de nombreux changements d'ordre réglementaire (le **rapport**

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ Voir p. ex. FSA, *Distribution of retail investments* :

Delivering the RDR - feedback to CP09/18 and final rules (mars 2010), en ligne :

http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps10_06.pdf à la partie 6; Deloitte LLP, *Firm Behaviour and Incremental Compliance Costs: Research for the Financial Services Authority*, 14 mai 2009, en ligne:

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fbicc.pdf>; Oxera, *Retail Distribution Review Proposals: Impact on Market Structure and Competition*, Prepared for the Financial Services Authority, mars 2012, en ligne :

http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/oxera_rdr10.pdf.

¹⁰⁰ FSA, *RDR post-implementation review - Measuring progress and impact* (novembre 2011), en ligne :

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/RDR-baseline-measures.pdf>.

¹⁰¹ <http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr/firms>.

JPC)¹⁰². Ce rapport a révélé qu'une réglementation plus sévère des conseillers financiers était nécessaire et contenait 11 recommandations, notamment celle d'imposer un devoir fiduciaire aux conseillers afin de les obliger à faire passer l'intérêt de leurs clients avant le leur.

Actuellement, le *Corporations Act 2001* de l'Australie¹⁰³ prévoit certaines conditions ou obligations applicables aux détenteurs de permis en valeurs mobilières (*securities licence holders*) et à leurs représentants, notamment l'obligation de fournir des services financiers appropriés de façon efficace, honnête et équitable¹⁰⁴. En outre, les conseillers fournissant des conseils financiers personnels doivent veiller à ce que ceux-ci reposent sur un fondement raisonnable, généralement désigné comme la règle de la «convenance au client»¹⁰⁵. Le paragraphe 945A(1) du *Corporations Act 2001* de l'Australie prévoit ce qui suit :

[Traduction] « (1) L'entité qui fournit des conseils à un client le fait uniquement lorsque les conditions suivantes sont réunies :

- (a) l'entité :
 - (i) établit la situation personnelle se rapportant aux conseils;
 - (ii) se renseigne raisonnablement à propos de la situation personnelle;
- (b) relativement à l'information obtenue auprès du client sur sa situation personnelle, l'entité a examiné l'objet du conseil et mené une enquête à cet égard de façon raisonnable dans toutes les circonstances;
- (c) les conseils sont appropriés pour le client, compte tenu de cet examen et de cette enquête. »

En d'autres termes, le conseiller doit connaître son client, le produit ou la stratégie qu'il recommande et faire en sorte que le produit et la stratégie répondent aux besoins du client. Cette norme ne prévoit pas que les conseils personnels doivent être idéaux, parfaits ou les meilleurs¹⁰⁶.

À l'issue des conclusions et des recommandations du rapport JPC, le gouvernement australien a annoncé, le 26 avril 2010, son projet de réforme intitulé « Future of Financial Advice »¹⁰⁷. Ce projet a donné lieu à deux projets de loi distincts¹⁰⁸ adoptés par le gouvernement à la fin de juin 2012 et prévoyant trois réformes clés (les **réformes australiennes**) :

¹⁰² Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services, *Inquiry into financial products and services in Australia* (novembre 2009), en ligne :

http://www.aph.gov.au/binaries/senate/committee/corporations_ctte/fps/report/report.pdf.

¹⁰³ Cth.

¹⁰⁴ *Ibid.* au sous-paragraphe 912A(1)(a).

¹⁰⁵ Ce résumé de la norme de conduite actuelle des conseillers en Australie est tiré du rapport JPC, à la note 102 ci-dessus, aux paragraphes 2.20 et 2.21.

¹⁰⁶ *Ibid.* au paragraphe 2.21.

¹⁰⁷ Voir <http://futureofadvice.treasury.gov.au/Content/Content.aspx?doc=home.htm>.

¹⁰⁸ *Corporations Amendment (Future of Financial Advice) Bill 2012* (http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r4689) (le **premier projet de loi du FoFA**); *Corporations Amendment (Further Future of Financial Advice Measures) Bill 2012* (http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r4739) (le **deuxième projet de loi du FoFA**).

- **Introduction d'une norme restreinte du meilleur intérêt du client.** Les réformes australiennes introduisent une norme légale du meilleur intérêt du client qui oblige les conseillers, dans la fourniture de conseils personnels¹⁰⁹ aux clients de détail¹¹⁰, à agir au mieux des intérêts des clients et à les faire passer avant leurs propres intérêts. L'obligation prévoit des mesures raisonnables en matière d'exonération¹¹¹ de sorte que les conseillers seraient uniquement tenus de prendre des mesures raisonnables pour s'acquitter de cette obligation. En outre, selon les projets d'indications publiés par l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC),¹¹² celle-ci estime que l'amélioration de la situation d'un client est un critère clé pour déterminer si l'obligation d'agir au mieux des intérêts a été respectée¹¹³. En fonction des faits existants au moment où le conseil a été donné et de l'objet du conseil recherché par le client, il est possible de déterminer objectivement si le conseil donné au client a permis d'améliorer sa situation¹¹⁴.

La norme du meilleur intérêt du client (et le principe d'« exonération » connexe) a été explicitement conçue pour tenir compte des conseils « proportionnels ». Selon les réformes australiennes, les conseils proportionnels sont ceux qui ne visent qu'un aspect en particulier (par exemple, un conseil portant sur une question de planification de la retraite) alors que les conseils globaux visent l'ensemble de la situation financière du client¹¹⁵. Par exemple :

¹⁰⁹ Actuellement, en Australie, [traduction] « une recommandation, une opinion ou un rapport sur l'une ou l'autre constitue un conseil sur un produit financier lorsque les conditions suivantes sont réunies :

- il vise à inciter une ou plusieurs personnes à prendre une décision concernant un produit financier ou une catégorie de produits financiers en particulier ou une participation dans un produit ou catégorie, ou pourrait être considéré comme tel (article 766B);
- il est considéré comme un service financier (par exemple, lorsque l'article 7.1.29 des Corporations Regulations 2001 (les règlements) s'appliquent). ».

Le conseil financier entraîne l'obligation de convenance au client. Voir l'*ASIC Regulatory Guide 175*, pages 8 et 34 au [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg175-010411.pdf/\\$file/rg175-010411.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg175-010411.pdf/$file/rg175-010411.pdf)

¹¹⁰ En Australie, des règlements fixent actuellement des seuils de placement minimal (500 000 \$A), de revenu (250 000 \$A) et d'actifs nets (2 500 000 \$A) en deça desquels les investisseurs sont considérés comme des « clients de détail » (voir *Australian Government, Wholesale and Retail Clients - Future of Financial Advice* (janvier 2011), en ligne :

http://futureofadvice.treasury.gov.au/content/consultation/wholesale_retail_OP/downloads/Wholesale_and_Retail_Options_Paper.pdf, aux paragraphes 2.3 et 2.5).

¹¹¹ Corporations Act, paragraphe 961B(2).

¹¹² ASIC, *Consultation Paper 182: Future of Financial Advice: Best interests duty and related obligations—Update to RG 175* (août 2012), en ligne : [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP182-published-9-August-2012.pdf/\\$file/CP182-published-9-August-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP182-published-9-August-2012.pdf/$file/CP182-published-9-August-2012.pdf).

¹¹³ *Ibid.*, pages 37 et 38.

¹¹⁴ *Ibid.*, page 39.

¹¹⁵ Parlement australien, *Revised Explanatory Memorandum - Corporations Amendment (Further Future of Financial Advice Measures) Bill 2012*, en ligne :

http://parlinfo.aph.gov.au/parlInfo/download/legislation/ems/r4739_ems_c1902f04-f76c-455d-87bf-763755860827/upload_pdf/368171rem.pdf;fileType=application%2Fpdf, paragraphe 1.34 (le **mémoire explicatif modifié**). Pour plus d'explications et d'indications, voir ASIC, *Consultation Paper 183: Giving information, general advice and scaled advice* (août 2012), en ligne : [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP183-published-9-August-2012.pdf/\\$file/CP183-published-9-August-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP183-published-9-August-2012.pdf/$file/CP183-published-9-August-2012.pdf).

[Traduction] « ... le client peut préférer les conseils axés sur une question qui le concerne particulièrement par rapport à des conseils globaux. Tant que la personne qui fournit les conseils agit de façon raisonnable à cet égard et qu'elle appuie la décision de circonscrire l'objet du conseil sur l'intérêt du client, elle ne manquera pas à son obligation d'agir au mieux des intérêts de celui-ci. L'adaptation des conseils doit être au mieux des intérêts du client, particulièrement en raison du fait que les instructions de celui-ci peuvent parfois manquer de clarté ou de pertinence pour sa situation »¹¹⁶.

Les réformes australiennes prévoient que si, dans l'examen de l'objet des conseils recherchés, il serait raisonnable de recommander un produit financier en particulier, la personne qui fournit les conseils doit faire ce qui suit : *i*) mener une enquête raisonnable sur les produits financiers qui pourraient permettre au client d'atteindre ses objectifs et de répondre à ses besoins et que l'on pourrait raisonnablement juger comme appropriés aux conseils donnés à ce sujet, *ii*) évaluer l'information recueillie en cours d'enquête¹¹⁷. Cette « enquête raisonnable » ne nécessite pas une enquête sur chaque produit financier disponible¹¹⁸. En revanche, elle viserait tout produit financier que le client demande à la personne qui fournit les conseils de prendre en considération dans le cadre de son analyse¹¹⁹.

- **Interdiction visant les commissions intégrées.** Les réformes australiennes interdisent complètement les structures de rémunération conflictuelles auxquelles des investisseurs de détail sont partie, notamment des courtages et toute forme de paiement fondés sur le volume. De plus, les frais calculés sur le pourcentage (ou frais liés aux actifs gérés) ne peuvent être exigés que pour les produits ou les montants d'investissement sans levier financier.
- **Versement d'une rémunération au conseiller par l'investisseur.** Les réformes australiennes comprennent l'introduction d'un régime de rémunération du conseiller qui prévoit diverses options selon lesquelles les consommateurs peuvent payer les conseils qu'ils reçoivent et inclut l'obligation pour les clients de détail de consentir aux frais et de renouveler annuellement (par consentement) les services continus d'un conseiller.

L'ASIC et des consultants externes ont effectué d'importantes analyses coûts-avantages et études d'impact sur le marché relativement aux réformes australiennes¹²⁰.

¹¹⁶ Mémoire explicatif modifié, *ibid.*

¹¹⁷ Deuxième projet de loi du FoFA, note 108 ci-dessus, au sous-paragraphe 961B(2)(e).

¹¹⁸ Mémoire explicatif modifié, note 115 ci-dessus, au paragraphe 1.41. On s'attend à ce que la personne qui fournit les conseils exerce son jugement professionnel pour décider si elle doit s'éloigner de sa liste de produits approuvés (si elle utilise une telle liste), ce qui dépendra de la nature et de la gamme des produits figurant sur sa liste de produits approuvés et des besoins et des objectifs du client : *ibid.*

¹¹⁹ Deuxième projet de loi du FoFA, note 108 ci-dessus, au paragraphe 961D(2).

¹²⁰ Rice Warner Actuaries, *The Financial Advice Industry Post FoFA*, étude commandée par Industry Super Network (janvier 2012), en ligne :

<https://senate.aph.gov.au/submissions/committees/viewdocument.aspx?id=72479870-5146-4b8e-9688-35734f9592d4>; voir également le mémoire explicatif modifié, note 115 ci-dessus, au chapitre 3.

Ces réformes offrent un autre exemple de la façon dont un organisme de réglementation étranger a élaboré une norme restreinte du meilleur intérêt du client applicable aux intermédiaires qui fournissent des conseils :

- d'abord, l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client ne s'applique qu'aux conseillers dans leurs relations avec les clients de détail;
- enfin, la norme est contrebalancée par l'exonération légale qui indique clairement que le conseiller n'est pas tenu de fournir des conseils parfaits¹²¹ ni de recenser tous les produits disponibles¹²².

Le gouvernement australien a présenté les projets de loi instituant les réformes à l'automne 2011 et a fixé un délai très serré pour leur entrée en vigueur, soit le 1^{er} juillet 2012. Cependant, puisque la législation n'a reçu la sanction royale que le 27 juin 2012, une période de transition de 12 mois est prévue afin de permettre aux sociétés de se conformer volontairement aux réformes avant qu'elles ne deviennent obligatoires le 1^{er} juillet 2013¹²³.

Union européenne

Depuis novembre 2007, toutes les sociétés des États membres de l'Union européenne (qu'elles agissent à titre de courtiers ou de conseillers) ont l'obligation légale « d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts [des] clients »¹²⁴. Cette obligation a été introduite par la Directive concernant les marchés d'instruments financiers de l'Union européenne (la **directive MiF**)¹²⁵. En vigueur depuis novembre 2007, la directive MiF est la pierre angulaire de la réglementation des marchés financiers de l'Union européenne.

Le 20 octobre 2011, la Commission européenne a adopté une proposition législative de révision de la directive MiF. Les propositions prennent la forme d'une directive modifiée¹²⁶ et d'un nouveau règlement¹²⁷ qui, ensemble, sont désignés comme la « directive MiF II » (les **réformes de l'Union européenne**). Les nouvelles propositions visent à prendre en considération l'évolution du contexte de négociation depuis la mise en œuvre de la directive MiF en 2007,

¹²¹ Voir note 112 ci-dessus, au paragraphe 29.

¹²² Voir note 115 ci-dessus, au paragraphe 1.41.

¹²³ Premier projet de loi du FoFa, note 108 ci-dessus, à la partie 7; deuxième projet de loi du FoFa, note 108 ci-dessus, à la partie 10.18.

¹²⁴ Paragraphe 1 de l'article 19 de la directive MiF, note 125 ci-dessus.

¹²⁵ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (JO (2004) L145/1 (30 avril 2004)), en ligne : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:FR:PDF>.

¹²⁶ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (20 octobre 2011), en ligne : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:fr:PDF>.

¹²⁷ Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR] sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (20 octobre 2011), en ligne : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:FR:PDF>.

notamment les avancées technologiques et le manque de transparence envers les investisseurs et les organismes de réglementation. Les propositions traitant plus particulièrement d'une norme de conduite pour les intermédiaires comprennent ce qui suit :

- les sociétés qui offrent des conseils en matière d'investissement sont tenues de préciser ce qui suit : (i) si les conseils sont fournis de manière indépendante, (ii) s'ils reposent sur une analyse large ou plus restreinte du marché, et (iii) si la société fournira au client une évaluation continue du caractère approprié des instruments financiers qui lui sont recommandés¹²⁸. Pour que les conseils constituent des « conseils fournis de manière indépendante », la société doit respecter certaines exigences, notamment :
 - elle doit évaluer un nombre suffisamment important d'instruments financiers disponibles sur le marché; les instruments financiers doivent être diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement¹²⁹;
 - elle ne doit pas accepter ni percevoir de droits, commissions ou autres avantages pécuniaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers¹³⁰;
- les municipalités et autres autorités locales n'étant pas considérées comme des investisseurs professionnels, elles bénéficieraient d'une protection accrue¹³¹;
- la dérogation à l'obligation de connaître son client pour des services d'exécution serait réduite quant aux catégories d'instruments financiers admissibles¹³².

La Commission européenne et des consultants externes ont effectué d'importantes analyses coûts-avantages et études d'impact sur le marché relativement aux réformes de l'Union européenne¹³³.

Les réformes de l'Union européenne ont été soumises au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne pour discussion. Bien que l'on s'attende à ce que les organismes législatifs en arrivent à une entente définitive sur les propositions de niveau I d'ici la fin de 2012, la mise en œuvre de la directive MiF II ne devrait pas avoir lieu avant au moins 2015¹³⁴.

¹²⁸ Directive MiF II, note 126 ci-dessus au paragraphe 3 de l'article 24.

¹²⁹ *Ibid.*, au paragraphe 5 de l'article 24.

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ *Ibid.* à la rubrique 3.4.8.

¹³² *Ibid.*, au paragraphe 3 de l'article 25.

¹³³ Voir note 127 ci-dessus, aux pages 4 et 5.

¹³⁴ Voir, de façon générale, <http://www.fsa.gov.uk/about/what/international/mifid>.

6) PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS EN MATIÈRE DE PROTECTION DES INVESTISSEURS SOULEVÉE PAR LA NORME DE CONDUITE ACTUELLE AU CANADA

Le personnel des ACVM a dégagé les cinq principales préoccupations suivantes en matière de protection des investisseurs relativement à la norme de conduite actuelle des conseillers et des courtiers au Canada. L'applicabilité et l'importance de chacune des préoccupations dans les territoires représentés au sein des ACVM dépendront vraisemblablement de la norme de conduite existante dans chacun de ces territoires.

Coup d'œil sur les préoccupations

- 1) La norme de conduite envers les clients pourrait être fondée sur des principes inadéquats.
- 2) La norme de conduite actuelle pourrait ne pas totalement prendre en compte l'asymétrie de l'information et de la littératie financière entre les conseillers et les courtiers et leurs clients de détail.
- 3) Il y a un écart dans les attentes puisque les investisseurs supposent à tort que leur conseiller ou courtier doit toujours leur donner des conseils qui au mieux de leurs intérêts.
- 4) Les conseillers et courtiers doivent recommander des placements qui conviennent à leurs clients sans qu'ils soient nécessairement au mieux de leurs intérêts.
- 5) L'application pratique des règles actuelles en matière de conflits d'intérêts semble moins efficace que prévu.

Ces préoccupations sont plus amplement décrites ci-après.

• **Préoccupation 1 : Norme fondée sur des principes**

Il s'agit ici de savoir si la norme de conduite actuelle pour les conseillers et les courtiers à l'égard de leurs clients est celle qui repose le plus sur des principes. Selon certains observateurs, le principe sous-jacent à la norme de conduite légale actuelle est que les services-conseils sont pareils à toute autre opération ou interaction commerciale dans le cadre de laquelle le principe de l'« acheteur averti », appuyé par des interdictions prescriptives et des obligations d'information clés, est suffisant.

Néanmoins, on peut soutenir que les conseils en matière d'investissement dans des titres *ne* sont justement *pas* comme toute autre opération ou interaction commerciale (particulièrement lorsqu'ils sont adressés à des investisseurs de détail) pour les raisons suivantes :

- bon nombre d'investisseurs font confiance ou s'en remettent grandement aux conseils financiers qu'ils reçoivent (voir ci-après l'analyse sur ce point);
 - il existe généralement une asymétrie de l'information et de littératie financière entre les conseillers et courtiers et leurs clients (voir ci-après l'analyse sur ce point);
 - ces problèmes sont accentués par la complexité grandissante des produits financiers et par le fait que bon nombre d'entre eux doivent être « vendus » aux investisseurs plutôt qu'« achetés » par ceux-ci¹³⁵;
 - les régimes de rémunération des conseillers et des courtiers peuvent créer des conflits entre les intérêts des courtiers et des conseillers et ceux de leurs clients;
 - les montants investis représentent bien souvent une partie importante du patrimoine des investisseurs et la responsabilité de financer le coût de la vie à la retraite repose de plus en plus sur les épaules de ces derniers¹³⁶.
- **Préoccupation 2 : Asymétrie de l'information et de la littératie financière**

Malgré les nouveaux règlements et projets de règlements des ACVM portant sur l'information à communiquer aux investisseurs (comme l'« aperçu du fonds », nouveau document d'information pour les organismes de placement collectif¹³⁷, et l'initiative en matière d'information sur les coûts et le rendement dans le cadre du modèle de relation client-conseiller¹³⁸), les conseillers et les courtiers ont généralement plus de connaissances et de renseignements sur les produits financiers qu'ils recommandent à leurs clients.

De plus, les dernières recherches réalisées indiquent que le manque de littératie financière des investisseurs constitue un problème difficile à résoudre au Canada¹³⁹, même si ces

¹³⁵ Voir p. ex. Henry T.C. Hu, « Too Complex to Depict? Innovation, 'Pure Information,' and the SEC Disclosure Paradigm », *Texas Law Review*, Vol. 90, No. 7, 2012, en ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083708&download=yes; voir aussi Stephen Lumpkin, « Innovation: A Few Basic Propositions », *OECD Journal : Financial Market Trends*, vol 2010 : 1, en ligne : <http://www.oecd.org/finance/financialeducation/46010844.pdf>.

¹³⁶ Voir p. ex. l'Institut Info-retraite BMO, Rapport – *L'amélioration des régimes de retraite des employeurs : un objectif permanent* (janvier 2012), en ligne : http://www.bmo.com/pdf/11-1832%20BMO%20Retirement%20Institute%20Report_F_FINAL.pdf. Dans un communiqué connexe, (<http://nouvelles.bmo.com/press-releases/une-etude-de-l-institut-info-retraite-bmo-pose-la--tsx-bmo-201201310762221002>), les auteurs déclarent que le rapport « analyse la tendance, au Canada, à remplacer les régimes de retraite à prestations déterminées traditionnels par des régimes à cotisations déterminées. En raison de cette évolution, la responsabilité de gérer correctement sa pension incombe maintenant principalement à l'employé plutôt qu'à l'employeur ».

¹³⁷ <http://www.osc.gov.on.ca/fr/25964.htm>

¹³⁸ <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/31-103/2011-06-24/2011juin24-31-103-avis-cons-fr.pdf>.

¹³⁹ Voir, p. ex. The Brondesbury Group, le Rapport : Rapports de rendement et information sur les coûts (17 septembre 2010), en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reforme-inscription/2011juin22-31-103-rapportbrondesbury-fr.pdf>; The Brondesbury Group, *Focus Groups with Retail Investors on Investor Rights and Protection* (7 avril 2011), en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_com_20110427_11-

derniers souhaitent parfaire leurs connaissances dans ce domaine¹⁴⁰. Cette problématique n'est pas propre au Canada; les autorités en valeurs mobilières à l'étranger en sont arrivées aux mêmes conclusions concernant le manque de littératie et de compétences financières des investisseurs¹⁴¹.

Bien que les lacunes en littératie financière constituent en elles-mêmes un problème, elles sont d'autant plus inquiétantes lorsque s'ajoutent les éléments suivants : *i*) l'asymétrie d'information dont il est question ci-dessus; *ii*) un régime général en matière de conflits d'intérêts qui repose fortement sur la déclaration; *iii*) l'acceptation tacite par les investisseurs des pratiques de rémunération fondées sur la déclaration, *iv*) la suggestion explicite ou implicite de certains conseillers et courtiers selon laquelle ils agissent au mieux des intérêts de leur client alors qu'ils peuvent ne pas avoir l'obligation légale de le faire; et *v*) les biais cognitifs des investisseurs qui nuisent à une prise de décision rationnelle¹⁴².

- **Préoccupation 3 : Écart dans les attentes relatives à la norme de conduite**

Le Fonds pour l'éducation des investisseurs (FEI) a récemment mené une vaste étude sur environ 2 000 investisseurs canadiens qui reçoivent d'un conseiller ou d'un courtier des conseils en investissement concernant un compte non géré sous mandat discrétionnaire

[765_ananda.htm](#); Indice ACVM des investisseurs 2009, en ligne : http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?ID=845&LangType=1036, Fonds pour l'éducation des investisseurs, *Investor knowledge : A study of financial literacy* (2011) (en anglais seulement), en ligne : <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/Investor-research/Our-research/Pages/financial-literacy-research.aspx>; l'Institut des fonds d'investissement du Canada, La valeur des conseils : Rapport (juillet 2010), en ligne : <https://www.ific.ca/Content/Document.aspx?id=6989>. Le personnel de la SEC a récemment publié une étude sur la littératie financière des investisseurs américains qui concluait, notamment, au manque de littératie financière élémentaire des investisseurs de détail aux États-Unis. (SEC Staff, *Study Regarding Financial Literacy Among Investors* (août 2012), en ligne : <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf> au sous-paragraphe *iii*).

¹⁴⁰ Voir l'éditorial, « Canadians bothered by their level of financial literacy » *Investment News* (9 novembre 2011), en ligne : <http://www.investmentexecutive.com/-/canadians-bothered-by-their-level-of-financial-literacy?redirect=%2Fsearch>.

¹⁴¹ Voir p. ex. Securities and Exchange Commission (Staff), *Study Regarding Financial Literacy Among Investors – As Required by Section 917 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (août 2012), en ligne : <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>; Financial Services Authority, *Feedback Statement : Retail Distribution Review - Including feedback on DP07/1 and the Interim Report* (novembre 2008), en ligne : http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs08_06.pdf, au paragraphe 5.1; Australian Securities & Investments Commission, *Financial literacy and behavioural change* (mars 2011), en ligne : <http://www.financialliteracy.gov.au/media/218309/financial-literacy-and-behavioural-change.pdf>.

¹⁴² Pour un exposé intéressant sur les points faibles relevés par la psychologie comportementale relativement à la confiance placée dans l'information en général et au traitement des conflits d'intérêts en particulier dans le débat sur le devoir fiduciaire, voir Robert A. Prentice, « Moral Equilibrium : Stock Brokers and the Limits of Disclosure », *Wisconsin Law Review* 2011 : 1059, en ligne : <http://wisconsinlawreview.org/wp-content/files/1-Prentice.pdf>. Voir aussi Steven J. Choi & A.C. Pritchard, « Behavioral Economics and the SEC », 56 *Stanford Law Review* 1, 22 (2003), en ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500203; Onnig H. Dombalagian, « Investment Recommendations and the Essence of Duty », *American University Law Review*, 2011, Vol 60, Issue 5, page 1279 (et les notes de bas de page 61 et 64), en ligne : <http://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1627&context=aulr>.

(l'étude du FEI)¹⁴³. Le FEI a mis en évidence certains points qui sont essentiels à la compréhension des attentes et des besoins des investisseurs dans une relation client-conseiller.

L'étude du FEI prouve clairement que la plupart des investisseurs croient déjà que leur conseiller ou courtier est tenu d'agir au mieux de leurs intérêts. Selon cette étude, 70 % des investisseurs sondés ont déclaré croire que leur conseiller ou courtier avait l'obligation légale de faire passer leurs intérêts avant les leurs. En outre, 76 % d'entre eux ont indiqué pouvoir faire confiance à leur conseiller ou courtier pour leur donner les meilleurs conseils possibles, et la plupart d'entre eux croient que leur conseiller ou courtier serait en mesure de trouver les placements qui leur conviennent le mieux. Enfin, 62 % d'entre eux croient que leur conseiller ou courtier leur recommanderait le meilleur produit pour eux même s'il en retirerait une rémunération moins élevée.

Ces conclusions sont inquiétantes puisque les conseillers et les courtiers ne sont pas toujours légalement tenus d'agir au mieux des intérêts de leur client, comme nous l'avons mentionné ci-dessus. Ces résultats montrent bien l'existence d'un écart important entre les attentes des investisseurs et la protection légale dont ils jouissent réellement, sans oublier que ces attentes sont souvent créées et renforcées par la publicité et les énoncés promotionnels faits par certains conseillers et courtiers.

- **Préoccupation 4 : Recommandation de placements convenables ou de placements au mieux des intérêts du client**

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, selon le régime des valeurs mobilières actuel, les conseillers et les courtiers doivent, lorsqu'ils conseillent leurs clients concernant un placement dans des titres, veiller à ce que les placements recommandés leur conviennent. Cette norme est moins contraignante que celle d'avoir à s'assurer que la souscription, l'achat ou la vente de titres est au mieux des intérêts du client.

Dans les faits, le conseiller ou le courtier peut souvent être fondé à conclure qu'un grand nombre de produits d'investissement conviennent à son client. Devant tant de possibilités « convenables », il pourrait être tenté de recommander un produit qui, sans être nécessairement au mieux des intérêts du client, est « convenable ».

Il peut s'ensuivre que les investisseurs acquièrent un placement « convenable » mais à un prix supérieur. Même des frais légèrement plus élevés peuvent diminuer considérablement la valeur à long terme du portefeuille de placements d'un client¹⁴⁴. De même, la norme de convenance au client pourrait faire que le client effectue un

¹⁴³ The Brondesbury Group, *Investor behaviour and beliefs: Advisor relationships and investor decision-making study* (mars 2012), en ligne : <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/en/research/Our-research/Documents/2012%20IEF%20Adviser%20relationships%20and%20investor%20decision-making%20study%20FINAL.pdf>.

¹⁴⁴ Voir p. ex. Agence de la consommation en matière financière du Canada, *Foire aux questions – Qu'est-ce que le ratio de frais de gestion*, en ligne : <http://www.fcac-acfc.gc.ca/fra/ressources/faq/qaview-fra.asp?id=342>.

placement qui lui convient, alors qu'on aurait aussi bien pu remplacer par un autre au même prix mais meilleur pour lui dans les circonstances.

- **Préoccupation 5 : L'application pratique des règles actuelles en matière de conflits d'intérêts semble moins efficace que prévu.**

Lorsqu'elles ont adopté les règles fondées sur des principes qui sont actuellement prévues dans le Règlement 31-103 en matière de conflits d'intérêts, les autorités en valeurs mobilières du Canada voulaient s'assurer que les clients reçoivent de l'information pertinente sur les conflits d'intérêts sans imposer aux personnes inscrites de fardeau réglementaire inutile. Le personnel des ACVM est préoccupé par ce qui suit relativement à l'incidence, dans les faits, de ces règles sur les investisseurs de détail :

- a) D'abord, le personnel des ACVM de certains territoires a relevé (dans le cadre d'examens de conformité réalisés dans le cours normal des activités) certains problèmes quant à la façon dont certains conseillers et courtiers interprètent, dans les faits, les règles en matière de conflits d'intérêts. Par exemple, certaines sociétés interprètent de façon restrictive l'approche réglementaire actuelle fondée sur des principes pour régler les conflits d'intérêts, de sorte qu'elles *i)* omettent de relever et de traiter de façon appropriée les conflits ou *ii)* s'en remettent trop à la déclaration (particulièrement lorsqu'elle peut être dépourvue de sens pour le client). De plus, certaines sociétés estiment qu'une fois le conflit déclaré, le conseiller ou le courtier n'est pas tenu de se conformer à la norme de conduite générale qui s'appliquerait autrement, ce qui peut donner lieu à des situations où les intérêts des conseillers et des courtiers ne sont pas harmonisés avec ceux des clients.
- b) Ensuite, les commissions versées par les émetteurs (ou leurs mandataires) aux conseillers et aux courtiers afin qu'ils recommandent leurs titres peuvent constituer un conflit d'intérêts tellement sérieux que les autorités devraient tenter de trouver la meilleure façon de réduire ce risque (par exemple, en interdisant partiellement ou totalement les commissions « intégrées » et en exigeant une information plus pertinente). Le Royaume-Uni et l'Australie ont abordé directement ce problème dans leurs réformes décrites ci-dessus¹⁴⁵. Les ACVM se penchent actuellement sur les mécanismes de tarifications dans le secteur des organismes de placement collectif dans le cadre d'un projet réglementaire distinct.
- c) Enfin, il pourrait y avoir lieu de renforcer la façon dont les conseillers et les courtiers traitent les conflits d'intérêts entourant leurs recommandations de souscrire, d'acheter, de conserver ou de vendre des titres d'émetteurs liés ou associés. Par exemple, un modèle d'entreprise courant pour les courtiers sur le marché dispensé consiste à placer exclusivement des titres d'émetteurs liés ou

¹⁴⁵ L'ASIC a également publié un projet d'indications sur les sujets suivants : *i)* les caractéristiques des mesures incitatives qui augmentent le risque de ventes inadaptées, et *ii)* la gestion des risques et de la gouvernance des mesures incitatives (ASIC, *Guidance Consultation: Risks to customers from financial incentives* (septembre 2012), en ligne : <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/gc12-11.pdf>.

associés. Il est également pratique courante chez les conseillers et les courtiers de recommander la souscription de titres d'organismes de placement collectif qui leur sont liés ou associés. Bien que le Règlement 31-103 prévoit des règles à ce sujet¹⁴⁶, celles-ci ne s'appliquent qu'aux clients titulaires de comptes gérés ou qui se fondent sur l'information fournie pour gérer les conflits d'intérêts. Il est nécessaire de se pencher davantage sur cette question afin de savoir si une approche plus stricte et prescriptive serait appropriée.

Questions relatives aux préoccupations en matière de protection des investisseurs

Question 1 : Partagez-vous les préoccupations en matière de protection des investisseurs susmentionnées que posent les normes actuelles applicables aux conseillers et aux courtiers au Canada? Veuillez fournir des explications et, si vous ne partagez pas ces préoccupations, veuillez motiver votre réponse.

Question 2 : Avons-nous omis certaines préoccupations importantes en matière de protection des investisseurs?

Question 3 : L'imposition d'une norme légale du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers est-elle la meilleure façon de répondre à ces préoccupations? Dans la négative, une autre solution réglementaire (p. ex., la modification de certaines règles de conduite actuellement prévues par la loi) serait-elle préférable?

Question 4 : Selon vous, certaines de ces préoccupations sont-elles sans objet (ou de moindre importance) dans certains territoires des ACVM en raison de leurs normes de conduite pour les conseillers et les courtiers?

7) CONSULTATION SUR L'OPPORTUNITÉ D'INTRODUIRE DANS L'ACTIVITÉ DE CONSEIL UN DEVOIR D'AGIR AU MIEUX DES INTÉRÊTS DU CLIENT DE DÉTAIL

Raison d'être d'une norme légale du meilleur intérêt du client

Après avoir étudié toutes les questions susmentionnées, le personnel des ACVM a décidé d'entreprendre une consultation officielle pour déterminer s'il est souhaitable et faisable d'imposer une norme légale du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers qui fournissent des conseils en investissement aux investisseurs de détail.

Si nous envisageons d'imposer un devoir fiduciaire à ce stade plutôt que de recourir à un autre mécanisme réglementaire, c'est parce qu'une norme légale du meilleur intérêt du client est peut-être la meilleure façon de répondre aux cinq préoccupations en matière de protection des investisseurs qui sont évoquées à la partie 6, ci-dessus, et qu'elle semble offrir suffisamment d'avantages et de souplesse pour contrer la plupart, voire l'ensemble, des arguments opposés dont il est question à la partie 8, ci-dessous.

¹⁴⁶ Règlement 31-103, note 4 ci-dessus, à l'article 13.5.

Nous faisons remarquer que les territoires étrangers étudiés (États-Unis, Royaume-Uni, Australie et Union européenne) ont des préoccupations réglementaires analogues et ont adopté une norme légale restreinte du meilleur intérêt du client (Royaume-Uni, Union européenne et Australie) ou envisagent d'en adopter une (États-Unis). De plus, des organisations internationales comme l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estiment clairement que des intermédiaires financiers comme les conseillers et les courtiers qui fournissent des conseils devraient agir au mieux des intérêts de leurs clients¹⁴⁷. Ces démarches internationales ne devraient certes pas déterminer l'orientation du Canada sur ce point, mais elles militent en faveur d'un réexamen et peut-être de modifications de la norme de conduite applicable aux conseillers et aux courtiers qui fournissent des conseils aux investisseurs de détail.

Projet de norme légale du meilleur intérêt du client aux fins de la consultation

Le personnel des ACVM demande aux intervenants s'ils jugent souhaitable et faisable d'appliquer une norme légale du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers qui fournissent des conseils en investissement aux investisseurs de détail. Pour les fins de la consultation, on pourrait formuler la norme de la façon suivante :

Le conseiller, le courtier et leurs représentants qui fournissent des conseils à un client de détail en matière d'investissement dans des titres ou des dérivés ou de souscription, d'achat et de vente de titres ou de dérivés doivent :

- a) agir au mieux des intérêts du client;
- b) exercer la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances¹⁴⁸.

Bien qu'il existe d'autres formulations du devoir légal « d'agir au mieux des intérêts » du client dans certains territoires des ACVM, comme au Québec, nous étudions la possibilité d'harmoniser la norme de conduite applicable aux conseillers et aux courtiers dans l'ensemble du Canada. La common law et le droit civil demeurent des régimes juridiques distincts, mais ils s'appliquent tous deux aux mêmes services-conseils fournis par les conseillers et les courtiers à leurs clients. Par conséquent, si les ACVM formulent une nouvelle norme de conduite applicable aux conseillers et aux courtiers au Canada, il restera du travail à faire, puisqu'il faudra nécessairement l'adapter à chaque territoire des ACVM (y compris le Québec).

¹⁴⁷ Voir OICV, *International Conduct of Business Principles* (9 juillet 1990), en ligne : <http://riskinstitute.ch/19900701.htm>; OCDE, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection* (octobre 2011), en ligne : <http://www.oecd.org/dataoecd/58/26/48892010.pdf>, à la p. 6.

¹⁴⁸ Cette norme du meilleur intérêt du client contient certaines nuances, mais aucune d'entre elles ne permet de répondre aux préoccupations soulevées par ses effets délétères sur certains modèles d'entreprise et pratiques en matière de rémunération. Qui plus est, nous n'avons fait aucune nuance qui élimine l'interdiction faite au fiduciaire en common law d'exploiter les occasions dont il a connaissance dans l'exercice de ses fonctions, interdiction qu'il faudrait peut-être, selon le personnel des ACVM, nuancer dans ce contexte. Nous posons ci-après des questions qui devraient nous aider à apporter les nuances supplémentaires qui s'imposent, le cas échéant.

Nous signalons que nous n'avons rien arrêté quant à l'adoption d'une norme légale du meilleur intérêt du client ou d'une autre solution réglementaire et que nous ne nous prononçons pas non plus sur l'adéquation du régime réglementaire actuel, mais nous estimons que la consultation sera plus efficace si elle porte sur une formulation précise de la norme du meilleur intérêt du client. C'est pourquoi le reste du présent Document de consultation traite des implications de la norme du meilleur intérêt du client formulée ci-dessus.

Portée générale

Pour les fins du présent Document de consultation, nous faisons l'hypothèse que la norme du meilleur intérêt du client formulée ci-dessus comporte les modalités suivantes :

- i) l'expression « client de détail » désigne toute personne qui n'est pas « client autorisé » (au sens de l'article 1.1 du Règlement 31-103), soit les personnes physiques qui ont des actifs financiers nets d'au plus 5 millions de dollars et les sociétés qui ont des actifs nets de moins de 25 millions de dollars;
- ii) le client de détail conserverait le pouvoir discrétionnaire de suivre les conseils reçus; le conseiller ou le courtier qui ne souscrit pas à la décision d'investissement du client de détail et qui l'en avise n'aurait pas d'autre obligation de dissuader le client ou de refuser d'exécuter l'ordre¹⁴⁹;
- iii) le devoir ne s'appliquerait que lorsque le conseiller ou le courtier donne des conseils à un investisseur de détail relativement à un investissement dans des titres; il ne s'appliquerait pas, par exemple, aux courtiers exécutants qui se limitent à prendre des ordres;
- iv) le devoir serait continu pour les conseillers et les courtiers, à l'exception des courtiers sur le marché dispensé et des courtiers en plans de bourses d'études; il ne s'éteindrait que lorsque la relation client-conseiller prendrait fin;
- v) le client de détail ne pourrait renoncer à l'application de la norme du meilleur intérêt du client par contrat s'il reçoit des conseils¹⁵⁰;
- vi) sous le régime de la common law, le client de détail aurait un droit d'action pour faire appliquer la norme du meilleur intérêt du client;
- vii) les clients autres que de détail pourraient aussi intenter une action en justice sous le régime de la common law (dans tous les territoires du Canada sauf le Québec), et le Code civil du Québec ne serait pas modifié pour priver ces clients de ce droit d'action;

¹⁴⁹ Cette exonération est conforme à l'obligation actuelle d'évaluer la convenance au client prévue au paragraphe 2 de l'article 13.3 du Règlement 31-103, ci-dessus, note 4.

¹⁵⁰ Nous faisons remarquer que cette interdiction est conforme au devoir des administrateurs en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, en ce sens qu'il est interdit de se libérer par contrat du devoir d'agir au mieux des intérêts de la société et de l'obligation de diligence (voir le paragraphe 3 de l'article 122 de la LCSA).

- viii) l'obligation actuelle d'évaluer la convenance au client s'appliquerait toujours aux conseillers et aux courtiers (ainsi qu'à leurs représentants).

Questions relatives à la norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus

Question 5 : Les autorités en valeurs mobilières devraient-elles ou non imposer une norme du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers qui donnent des conseils aux clients de détail? Veuillez motiver votre réponse.

Question 6 : Si ce devoir était imposé, les modalités décrites ci-dessus seraient-elles appropriées (par exemple, devrait-il aussi y avoir une obligation continue d'évaluer la convenance au client relativement aux conseils qui ont été donnés à celui-ci antérieurement ou aux investissements qu'il détient)? Le cas échéant, quelles modifications apporteriez-vous aux modalités décrites ci-dessus?

Question 7 : L'imposition de la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus nécessite-elle de répondre à d'autres préoccupations d'ordre général?

On trouvera ci-après d'autres questions en vue de la consultation sur les avantages potentiels de la norme légale du meilleur intérêt du client et les arguments opposés.

8) AVANTAGES POTENTIELS DE LA NORME LÉGALE DU MEILLEUR INTÉRÊT DU CLIENT ET ARGUMENTS OPPOSÉS

Dans la présente rubrique, nous abordons les avantages potentiels de la norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus et les arguments opposés. Le tableau suivant résume les éléments qui seront traités en détail ci-après.

<u>AVANTAGES POTENTIELS</u>	<u>ARGUMENTS OPPOSÉS</u>
<ul style="list-style-type: none"> La norme donnerait à la relation client-conseiller un fondement de principe 	<ul style="list-style-type: none"> Le régime actuel est peut-être l'équivalent fonctionnel d'un devoir fiduciaire
<ul style="list-style-type: none"> Une solution fondée sur des principes supprimerait la nécessité de prévoir des règles normatives détaillées 	<ul style="list-style-type: none"> La norme pourrait augmenter le coût du conseil
<ul style="list-style-type: none"> Les clients de détail s'attendent à ce que leur conseiller ou leur courtier ait déjà le devoir d'agir au mieux de leurs intérêts 	<ul style="list-style-type: none"> La norme pourrait nuire à l'accès des investisseurs aux services-conseils, limiter leur choix de services et augmenter le coût des services

<ul style="list-style-type: none"> • Les produits seraient recommandés au mieux des intérêts du client au lieu de n'être que convenables 	<ul style="list-style-type: none"> • La norme pourrait nuire à certains modèles d'entreprise
<ul style="list-style-type: none"> • La norme atténuerait l'asymétrie de l'information et de littéracie financière 	<ul style="list-style-type: none"> • L'incidence sur la collecte de capitaux est incertaine
<ul style="list-style-type: none"> • La norme éliminerait toute incertitude juridique quant à l'existence d'un devoir fiduciaire 	<ul style="list-style-type: none"> • L'effet sur les pratiques de rémunération est incertain
<ul style="list-style-type: none"> • La norme ouvrirait des voies de droit aux clients de détail pour manquement au devoir fiduciaire 	<ul style="list-style-type: none"> • La norme pourrait nécessiter des indications supplémentaires sur son application et son fonctionnement dans certaines circonstances
<ul style="list-style-type: none"> • Application limitée d'un devoir légal 	<ul style="list-style-type: none"> • Le devoir ne devrait-il s'appliquer qu'aux clients de détail?
	<ul style="list-style-type: none"> • Application du devoir aux « conseils »

Question sur les avantages potentiels et les arguments opposés

Question 8 : Que pensez-vous des avantages potentiels de la norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus et des arguments opposés? Veuillez fournir des explications et, si vous n'y souscrivez pas, veuillez motiver votre réponse. Avons-nous omis certains avantages ou arguments opposés importants?

a) Avantages potentiels

La norme donnerait à la relation client-conseiller un fondement de principe

L'introduction d'un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client pourrait donner à la relation client-conseiller un fondement de principe en obligeant le conseiller ou le courtier à agir constamment au mieux des intérêts du client et à faire passer les intérêts de celui-ci avant les siens, ce qui réglerait probablement les questions traitées sous la rubrique « Préoccupation 1 : Norme fondée sur des principes » de la partie 6, ci-dessus, et pourrait contribuer à restaurer toute baisse de confiance des clients dans leurs conseillers financiers ou leurs courtiers (que cette baisse soit méritée ou non)¹⁵¹.

¹⁵¹ Voir p. ex. l'éditorial « The business of trust », *Investment Executive*, août 2012, en ligne : http://www.investmentexecutive.com/-/the-business-of-trust?redirect=%2Fsearch%3Fp_id%3Dsearch_WAR_search10%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnorma1%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-1%26p_p_col_count%3D1%26_search_WAR_search10_search%3Dgeneric; voir aussi Ian Russell, « Should advisors become fiduciaries? », *Investment Executive*, 6 avril 2010, en ligne :

Une solution fondée sur des principes supprimerait la nécessité de prévoir des règles normatives détaillées

Une norme légale du meilleur intérêt du client est une solution fondée sur des principes aux préoccupations exposées dans le présent Document de consultation. Cette solution présente l'avantage d'éviter aux organismes de réglementation d'introduire des règles détaillées pour chaque élément de la relation réglementée. La souplesse inhérente de la doctrine du devoir fiduciaire en common law¹⁵² consolide cet avantage, ce qui explique pourquoi les tribunaux l'appliquent si souvent dans diverses circonstances¹⁵³. Une norme générale du meilleur intérêt du client donnerait un fondement de principe au corpus réglementaire existant tout en prohibant les comportements contraires aux intérêts du client qui ne sont visés par aucun règlement. Cette solution pourrait cependant contraindre les organismes de réglementation à fournir des indications sur l'application de la norme.

Les clients de détail s'attendent à ce que leur conseiller ou leur courtier ait déjà le devoir d'agir au mieux de leurs intérêts

L'imposition d'un devoir d'agir au mieux des intérêts du client aux conseillers et aux courtiers alignerait vraisemblablement la norme de conduite de ces derniers sur les attentes des investisseurs, à savoir que les conseillers et les courtiers ont déjà le devoir d'agir au mieux de leurs intérêts et de leur fournir des conseils en conséquence. Ces attentes ne sont pas démesurées pour certains investisseurs, étant donné que certains conseillers et courtiers commercialisent leurs services en laissant entendre explicitement ou implicitement qu'ils fournissent des conseils au mieux des intérêts de leurs clients.

Les produits seraient recommandés au mieux des intérêts du client au lieu de n'être que convenables

La norme du meilleur intérêt du client pourrait faire que les conseillers et les courtiers recommandent des investissements au mieux des intérêts des clients, et non seulement des investissements convenables, de sorte que les investisseurs acquerraient des investissements appropriés à un meilleur prix ou de meilleurs investissements au même prix. Cela ne signifie pas qu'un seul investissement soit nécessairement le « meilleur » pour le client. Cela ne signifie pas non plus que les conseillers et les courtiers engageraient leur responsabilité pour la réussite des investissements; ce ne serait pas le cas. Les commentaires des intéressés permettront de mieux connaître les avantages, les coûts et les défis du passage d'une obligation d'évaluer la convenance au client à une norme du meilleur intérêt du client.

La norme atténuerait l'asymétrie de l'information et de littéracie financière

L'adoption d'une norme du meilleur intérêt du client pourrait contribuer à atténuer les préoccupations en matière d'asymétrie de l'information et de littéracie financière en obligeant le conseiller à agir au mieux des intérêts du client, de sorte que l'obligation incomberait à la partie à

<http://www.iiac.ca/resources/1262/should%20advisors%20become%20fiduciaries,%20investment%20executive%20-%2004-01-2010.pdf>.

¹⁵² Voir Ellis, ci-dessus, note 8, au para. 4(2) du chapitre 1.

¹⁵³ Voir p. ex. Rotman, ci-dessus, note 5, à la p. 37.

la relation qui a censément le plus de connaissances financières, c'est-à-dire le conseiller ou le courtier.

La norme éliminerait toute incertitude juridique quant à l'existence d'un devoir fiduciaire

Actuellement, le devoir fiduciaire ne naît en common law que dans certaines circonstances (voir la partie 3, ci-dessus, pour plus de renseignements). Pour savoir s'il existe, il faut analyser les circonstances et son existence peut, en tout état de cause, rester incertaine. Une norme légale du meilleur intérêt du client indiquerait clairement que le devoir naît dans la plupart des cas où un conseiller ou courtier conseille un investisseur de détail, ce qui pourrait lever, du moins en partie, l'incertitude à laquelle les clients et leurs conseillers ou courtiers se heurtent en ce qui concerne la norme de conduite à laquelle ces derniers sont tenus. La norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus précise qu'il est interdit de renoncer au devoir par contrat.

La norme ouvrirait des voies de droit aux clients de détail pour manquement au devoir fiduciaire

Bien que la législation en valeurs mobilières prévoie expressément des sanctions pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans divers documents liés aux placements et au marché secondaire, aucun droit d'action civil pour manquement à la plupart des dispositions de la législation en valeurs mobilières n'est expressément prévu. Cependant, comme une norme du meilleur intérêt du client établirait la nature de la relation entre le conseiller ou le courtier et le client qui reçoit des conseils, nous envisageons, avec la norme décrite ici, que tout manquement à la norme pourrait renforcer la responsabilité civile en common law sans pour autant créer de droit d'action légal distinct. En supprimant la nécessité de prouver l'existence d'un devoir fiduciaire du conseiller ou du courtier envers le client de détail, on renforcerait le droit d'action ouvert au client qui souhaite intenter une poursuite pour manquement à ce devoir. L'investisseur pourrait faire appliquer la norme légale du meilleur intérêt du client en s'adressant directement aux tribunaux. Établir une norme du meilleur intérêt du client qui n'impose pas de responsabilité civile au conseiller ou au courtier serait de peu d'utilité. La plupart des tenants de la norme s'attendent d'ailleurs à ce qu'elle entraîne cette responsabilité.

Application limitée d'un devoir légal

Une norme légale du meilleur intérêt du client n'a pas à imposer de devoir fiduciaire de common law sans restriction à tous les conseillers et courtiers à l'égard de tous les aspects de leur relation avec leurs clients. Il est possible d'établir des distinctions entre les éléments constitutifs d'un devoir fiduciaire et de les traiter différemment pour tenir compte des besoins de tous les intervenants. Autrement dit, il est possible de nuancer les éléments d'un devoir fiduciaire légal pour tenir compte de circonstances particulières, notamment la situation et les modèles d'entreprise des conseillers et des courtiers. On pourrait par exemple indiquer explicitement que l'on peut régler les conflits d'intérêts de la façon prévue actuellement par la législation en valeurs mobilières (y compris le Règlement 31-103). De même, on pourrait limiter l'application du principe voulant que le conseiller ou le courtier ne puisse exploiter une possibilité dont il a connaissance dans l'exercice de ses fonctions de fiduciaire parce que ce concept de common law ne convient peut-être pas à la fourniture de conseils par ces personnes.

Les avantages susmentionnés ressortent des observations effectuées par le personnel des ACVM lors de l'étude de l'éventuelle norme légale du meilleur intérêt du client décrite dans le présent Document de consultation. D'autres avantages ou des variations des avantages susmentionnés pourraient se faire jour dans le cadre de la présente consultation.

Questions relatives aux avantages potentiels d'une norme légale du meilleur intérêt du client

Question 9 : Quels critères faudrait-il utiliser pour établir qu'un investissement est au mieux des intérêts du client?

Question 10 : Les manquements à la norme du meilleur intérêt du client devraient-ils engager la responsabilité civile en common law?

Question 11 : Dans l'affirmative, est-il nécessaire d'indiquer expressément que le devoir d'agir au mieux des intérêts du client engage la responsabilité civile du conseiller ou du courtier, ou suffit-il de que cette norme soit un devoir légal?

b) Arguments opposés

Le régime actuel est peut-être l'équivalent fonctionnel d'un devoir fiduciaire

Comme nous l'avons vu, certains observateurs soutiennent que le devoir du conseiller ou du courtier d'agir de bonne foi et avec équité et honnêteté dans ses relations avec ses clients impose peut-être déjà une norme de conduite fonctionnellement équivalente à un devoir fiduciaire, compte tenu des règles actuelles en matière de convenance au client et de conflits d'intérêts¹⁵⁴. Par conséquent, l'introduction d'une norme du meilleur intérêt du client ne serait pas nécessaire et pourrait entraîner des complications ou causer de l'incertitude.

Questions relatives à l'équivalence fonctionnelle

Question 12 : Le devoir du conseiller ou du courtier d'agir de bonne et avec équité et honnêteté dans ses relations avec ses clients impose-t-il déjà une norme de conduite fonctionnellement équivalente à un devoir fiduciaire, compte tenu des règles actuelles en matière de convenance au client et de conflits d'intérêts?

Question 13 : Dans l'affirmative, faudrait-il préciser que les investisseurs peuvent faire appliquer ce devoir en s'adressant aux tribunaux?

¹⁵⁴ Il est intéressant de constater que dans une des principales causes canadiennes traitant des éléments du devoir fiduciaire dans le contexte de la relation client-conseiller, le tribunal a statué que, lorsque le conseiller ou le courtier conseille le client, il doit [traduction] « le faire complètement, honnêtement et de bonne foi » : *Varcoe*, ci-dessus, note 17, au para. 86. Cette conclusion est très proche du devoir légal actuel des conseillers et des courtiers d'agir « de bonne foi et avec équité et honnêteté » dans leurs relations avec leurs clients. Voir aussi *Davidson v. Noram Capital Management Inc.* (2005), 2005 CarswellOnt 7243, 13 B.L.R. (4th) 35, aux paras. 49 et 50.

Question 14 : Si vous estimez que la norme de conduite actuelle des conseillers et des courtiers impose déjà une norme de conduite fonctionnellement équivalente à un devoir fiduciaire, quelle incidence l'introduction d'une norme légale du meilleur intérêt du client aurait-elle? Par exemple, serait-il souhaitable que les investisseurs bénéficient d'une norme légale du meilleur intérêt du client qui est reconnue et interprétée depuis longtemps en vertu des principes du devoir fiduciaire de common law?

Question 15 : Selon vous, faudrait-il régler les préoccupations en matière de protection des investisseurs soulevées dans le présent Document de consultation en donnant des indications sur les règles actuelles de conduite commerciale, notamment le devoir d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité dans les relations avec les clients? Veuillez fournir des précisions sur le type d'indications améliorées qui seraient le plus efficaces.

Question 16 : Selon vous, pourrait-on régler les préoccupations soulevées dans le présent document en renforçant l'application des règles actuelles de conduite commerciale, notamment les obligations en matière de traitement équitable, de convenance au client et de conflits d'intérêts?

La norme pourrait augmenter le coût du conseil

Certains intervenants du secteur ont déclaré que l'imposition d'une norme légale du meilleur intérêt du client pourrait faire grimper les coûts pour les conseillers et les courtiers qui fournissent des conseils aux clients de détail. Il s'agit d'une importante préoccupation pour les opposants à une norme légale du meilleur intérêt du client.

Bien que le personnel des ACVM n'ignore pas le potentiel d'augmentation des coûts des conseillers et des courtiers, l'importance de l'augmentation dépendrait de plusieurs facteurs, dont les suivants :

- la portée de la norme qui serait adoptée, le cas échéant;
- la façon dont les conseillers et les courtiers réagiraient à la nouvelle norme;
- le possible transfert des coûts aux clients de détail (abordé dans la rubrique suivante, « La norme pourrait nuire à l'accès des investisseurs aux services, limiter leur choix de services et augmenter le coût des services »).

Bien que le présent Document de consultation ne contienne pas de recommandation d'ordre réglementaire, si les ACVM décidaient de recommander l'introduction d'une norme légale du meilleur intérêt du client, le processus de consultation leur donnerait l'occasion de solliciter des commentaires sur ses coûts et avantages potentiels. À ce stade, il n'est pas possible de réaliser d'analyse coûts-avantages précise, mais nous estimons qu'il vaut quand même la peine de recueillir des commentaires sur les coûts potentiels. En dernière analyse,

les coûts d'une norme légale du meilleur intérêt du client devraient être proportionnels aux objectifs réglementaires visés.

Questions relatives à l'augmentation potentielle des coûts

Question 17 : La norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus augmenterait-elle les coûts permanents des conseillers et des courtiers au Canada? Dans l'affirmative, veuillez préciser les domaines dans lesquels, selon vous, l'augmentation aurait lieu en donnant les arguments qualitatifs pertinents ou en fournissant des données quantitatives. Dans votre réponse, veuillez tenir compte des coûts potentiels dans les domaines suivants :

- i) évaluation réglementaire (renseignements du client requis pour respecter la norme)
- ii) systèmes de conformité/TI
- iii) supervision
- iv) compétence des représentants
- v) documentation/information sur le client
- vi) assurance
- vii) litiges/traitement des plaintes
- viii) autre (veuillez préciser)

Question 18 : Dans l'affirmative, étant donné que le devoir fiduciaire naît déjà dans certaines circonstances, pourquoi estimez-vous que préciser les circonstances aura une incidence sur les coûts permanents des conseillers et des courtiers au Canada?

Question 19 : Les systèmes informatiques que les conseillers et les courtiers utilisent aujourd'hui pour s'acquitter de leurs obligations de conformité sont-ils en mesure de prendre en charge une norme légale du meilleur intérêt du client? Dans la négative, de quels types d'investissements les conseillers et les courtiers prévoient-ils avoir besoin pour améliorer leurs systèmes afin de se conformer à la norme du meilleur intérêt du client?

Question 20 : Nous notons que des analyses coûts-avantages ou des études d'impact sur le marché ont été réalisées, à des degrés divers, sur les projets de réforme aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et dans l'Union européenne. Selon vous, peut-on tenir compte de ces analyses internationales pour imposer une norme légale du meilleur intérêt du client aux conseillers et aux courtiers au Canada, le cas échéant? Dans l'affirmative, veuillez fournir des explications.

La norme pourrait nuire à l'accès des investisseurs aux services-conseils, limiter leur choix de services et augmenter le coût des services

Les intervenants du secteur craignent que l'adoption d'une norme légale du meilleur intérêt du client ne nuise aux investisseurs visés, en ce qu'elle limiterait leurs choix de services-

conseils ou leur accès à ces services ou qu'elle en augmenterait le coût. Comme nous l'avons vu, deux études américaines ciblées semblent aboutir à des conclusions opposées sur cette question.

Il n'est pas certain qu'une norme restreinte du meilleur intérêt du client aurait ces conséquences négatives au Canada, compte tenu du devoir fiduciaire de common law qui existe peut-être dans bien des cas, de la norme de conduite actuelle des conseillers et des courtiers et de leurs obligations en matière de convenance au client.

Question relative à l'accès aux services, à leur coût et au choix

Question 21 : Selon vous, le devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus aurait-il une incidence négative, positive ou nulle sur les clients de détail en matière de choix, d'accès aux produits et de coût des services-conseils?

La norme pourrait nuire à certains modèles d'entreprise

L'introduction d'un devoir d'agir au mieux des intérêts du client sans restriction pourrait nuire de manière appréciable aux conseillers et aux courtiers qui fournissent des conseils spécialisés ou d'une certaine manière restreints (p. ex. certains courtiers en épargne collective, courtiers sur le marché dispensé et courtiers en plans de bourses d'études). L'application d'une norme de conduite stricte et uniformisée à tous les conseillers et courtiers pourrait se heurter à des difficultés pratiques, qu'il serait possible de surmonter, selon nous, en adaptant la norme du meilleur intérêt du client aux différents modèles d'entreprise.

L'introduction d'une norme légale du meilleur intérêt du client nécessiterait probablement des adaptations aux modèles d'entreprise pertinents. Par exemple, l'application de cette norme à un courtier en épargne collective, courtier sur le marché dispensé ou courtier en plans de bourses d'études classique soulève différentes questions. Dans chaque cas, les conseils fournis sont restreints à deux égards. Premièrement, parce que, légalement, ces courtiers ne peuvent fournir de conseils que sur les produits financiers pour lesquels ils sont inscrits. Deuxièmement, nombre de ces courtiers ne fournissent de conseils que sur les produits d'entités apparentées. Nous faisons remarquer que la norme légale du meilleur intérêt du client ne s'appliquerait pas aux courtiers exécutants, qui, par définition, ne fournissent pas de conseils d'investissement à leurs clients.

Les réformes britanniques et australiennes visent expressément à permettre, respectivement, les conseils restreints et les conseils proportionnels.

Questions relatives à l'incidence sur certains modèles d'entreprise

Question 22 : Comment la norme légale du meilleur intérêt du client devrait-elle s'appliquer aux courtiers en épargne collective, aux courtiers sur le marché dispensé et aux courtiers en plans de bourses d'études?

Question 23 : Existe-t-il des modèles d'entreprise de conseiller ou de courtier qui ne pourraient plus continuer après l'adoption de la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus?

Question 24 : Souscrivez-vous aux réformes australiennes et britanniques qui visent à permettre, respectivement, les conseils restreints et les conseils proportionnels?

Question 25 : Quelles nuances particulières faut-il apporter à la norme du meilleur intérêt du client décrite dans le présent Document de consultation (veuillez proposer une formulation, si possible)?

Question 26 : Les nuances nécessaires pour qu'une norme du meilleur intérêt du client fonctionne au Canada conduiront-elles à ce que les clients de détail ne reçoivent de conseils que sur une gamme limitée de produits d'investissement?

L'incidence sur la collecte de capitaux est incertaine

L'incidence que pourrait avoir le devoir d'agir au mieux des intérêts du client de détail sur la collecte de capitaux n'a pas suscité beaucoup de commentaires au Canada. On se demande notamment quel serait l'effet d'une norme légale du meilleur intérêt du client sur les courtiers sur le marché dispensé et leur rôle en matière de collecte de capital-risque pour les petits émetteurs canadiens. On peut régler cette question en formulant une norme restreinte du meilleur intérêt du client tenant compte du modèle d'entreprise de ces courtiers.

Question sur l'incidence sur la collecte de capitaux

Question 27 : La norme légale du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus nuirait-elle à la collecte de capitaux?

L'effet sur les pratiques de rémunération est incertain

Le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus pourrait avoir une incidence incertaine sur les structures de rémunération actuelles, surtout celles qui comportent des commissions intégrées payées par des tiers aux conseillers et aux courtiers. Les autorités en valeurs mobilières du Canada ont déjà étudié cette question, notamment dans le modèle de traitement équitable publié par la CVMO en 2004.

Le Royaume-Uni et l'Australie s'orientent vers des modèles qui interdiront la plupart des commissions intégrées payées par des tiers aux sociétés qui fournissent des conseils aux clients de détail. Ces sociétés seront rémunérées directement par leurs clients de détail.

La voie dans laquelle la SEC paraît s'engager semble être d'évaluer les pratiques de rémunération des courtiers sur le fond pour déterminer si elles respectent la norme fiduciaire proposée. L'étude de la SEC indique que [traduction] « si le devoir de loyauté oblige la société à éliminer ou à déclarer les conflits d'intérêts importants, il ne l'oblige pas à éliminer complètement les conflits en l'absence d'une autre obligation à cet effet¹⁵⁵ ». L'étude de la SEC se conclut sur la déclaration suivante : [traduction] « Les recommandations du personnel visent à limiter les coûts et les perturbations et à ce que les investisseurs de détail aient toujours accès aux divers produits d'investissement et conservent un *choix entre les modes de rémunération de leurs conseillers*¹⁵⁶. » (Nos italiques.) En outre, la présidente Schapiro a déclaré que la règle fiduciaire de la SEC serait neutre à l'égard des modèles d'entreprise et qu'elle permettrait aux courtiers de vendre leurs propres produits aux investisseurs de détail et de *facturer des courtages*¹⁵⁷. (Nos italiques.)

Il est intéressant de remarquer que les législateurs américains¹⁵⁸ et australiens¹⁵⁹ ont déclaré qu'aucune structure de rémunération en tant que telle n'aura à être nécessairement abandonnée à cause de l'introduction d'une norme du meilleur intérêt du client. L'étude universitaire semble étayer cette position aux États-Unis¹⁶⁰. Elle conclut que l'existence de ce devoir n'avait pas eu d'incidence sur les régimes de rémunération.

Par conséquent, un devoir d'agir au mieux des intérêts du client n'obligera pas nécessairement à modifier les structures de rémunération.

Questions relatives à l'effet sur les pratiques de rémunération

Question 28 : Selon vous, le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus nuirait-il aux pratiques en matière de rémunération des conseillers et des courtiers? Dans l'affirmative, de quelle façon?

Question 29 : Le devoir d'agir au mieux des intérêts du client devrait-il expressément tenir compte des pratiques de rémunération des conseillers et des courtiers? Dans l'affirmative, de quelle façon?

Question 30 : Les paiements en fonction du volume ou les commissions intégrées continueraient-ils si la norme légale du meilleur intérêt du client décrite dans le présent document était adoptée? Dans l'affirmative, ces structures de rémunération devraient-elles être expressément interdites?

¹⁵⁵ Étude de la SEC, ci-dessus, note 67, à la p. 113.

¹⁵⁶ *Ibid.*, à la p. 166.

¹⁵⁷ Voir Melanie Waddell, « Reaction to Schapiro Comments on Fiduciary Rule Are Quick and Varied », 9 décembre 2011, *AdvisorOne*, en ligne : <http://www.advisorone.com/2011/12/09/reaction-to-schapiro-comments-on-fiduciary-rule-ar>.

¹⁵⁸ Voir la Loi Dodd-Frank, ci-dessus, note 63, article 913.

¹⁵⁹ Revised Explanatory Memorandum, ci-dessus, note 115, au para. 1.47.

¹⁶⁰ Ci-dessus, note 89.

Question 31 : Selon vous, quelles structures de rémunération existantes aujourd'hui chez les conseillers et les courtiers seraient-elles interdites par la norme légale du meilleur intérêt du client formulée dans le présent Document de consultation? Veuillez considérer la rémunération versée aux conseillers et aux courtiers par les clients et les fabricants de produits. Indiquez vos motifs pour chaque structure que vous mentionnez.

Question 32 : Faudrait-il modifier l'éventuelle norme légale du meilleur intérêt du client de façon à préserver les diverses structures de rémunération?

La norme pourrait nécessiter des indications supplémentaires sur son application et son fonctionnement dans certaines circonstances

Malgré les avantages d'une solution fondée sur des principes, il se peut que les principes ne fournissent pas assez d'indications aux conseillers et aux courtiers. Par conséquent, si la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus était adoptée, les autorités en valeurs mobilières pourraient devoir nuancer les dispositions de la législation en valeurs mobilières ou indiquer leurs attentes quant au comportement que les conseillers et les courtiers devraient adopter. Ces indications aideraient les conseillers et les courtiers à s'acquitter de leur obligation dans la pratique et à comprendre comment elle s'applique dans différentes circonstances. Certaines de ces questions sont abordées dans le présent Document de consultation, mais d'autres n'y sont peut-être pas traitées explicitement.

Questions relatives aux indications nécessaires

Question 33 : Si le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus était introduit, quelles indications seraient les plus utiles pour les conseillers et les courtiers?

Question 34 : Faudrait-il tenir compte de circonstances ou d'activités en particulier, comme les activités de négociation pour compte propre?

Question 35 : Existe-t-il aujourd'hui des catégories de personnes inscrites dont les obligations de compétence minimale devraient changer pour garantir la conformité à la norme légale du meilleur intérêt du client décrite dans le présent Document de consultation?

Les règles actuellement applicables aux conseillers et aux courtiers devraient être revues pour déterminer si elles sont compatibles avec le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus. Si elles le sont, aucun changement ne sera nécessaire. Il est peu probable qu'elles soient incompatibles, mais nous aviserons, le cas échéant. Nous devrions aussi établir s'il convient d'adopter de nouvelles règles ou si certaines règles deviendraient caduques en cas d'adoption d'une norme du meilleur intérêt du client. Comme nous l'avons vu, si cette norme était imposée, nous pourrions appliquer une partie ou l'ensemble des éléments constitutifs du devoir fiduciaire d'une façon restreinte qui nous permette quand même d'atteindre les objectifs réglementaires.

Questions relatives à l'interaction avec le régime réglementaire existant

Question 36 : Existe-t-il des relations entre un conseiller ou un courtier et un client de détail dans lesquelles le devoir fiduciaire serait inapproprié?

Question 37 : L'introduction du devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus nécessiterait-elle de nouvelles règles?

Question 38 : L'introduction du devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus nécessiterait-elle la révision ou l'abrogation de certaines règles?

Question 39 : Existe-t-il des règles incompatibles avec la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus?

En vertu des principes fiduciaires traditionnels, le fiduciaire doit éviter scrupuleusement les conflits d'intérêts réels ou potentiels avec ses bénéficiaires¹⁶¹. L'éventuelle adoption d'une norme légale du meilleur intérêt du client soulève la question de savoir s'il faudrait apporter des changements au régime réglementaire actuel applicable aux conflits d'intérêts ou adopter de nouvelles règles à cet égard (p. ex. la façon de les déclarer, le moment opportun de la déclaration et, le cas échéant, la nature du consentement éclairé).

Questions relatives aux conséquences de règles sur les conflits d'intérêts

Question 40 : Le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus nécessiterait-il de réviser les règles qui régissent la façon dont les sociétés traitent les conflits d'intérêts avec leurs clients?

Question 41 : Le cas échéant, quels changements préconisez-vous?

Questions relatives à une norme ciblée du meilleur intérêt du client

Question 42 : Les ACVM ne devraient-elles imposer une norme du meilleur intérêt du client qu'à l'égard de certaines obligations, comme celles relatives aux conflits d'intérêts ou à la convenance au client?

Question 43 : Dans l'affirmative, comment des normes plus ciblées du meilleur intérêt du client répondraient-elles aux préoccupations évoquées dans le présent document en matière de protection des investisseurs? Veuillez fournir des précisions.

¹⁶¹ Ellis, ci-dessus, note 8, au sous-para. 4(2)(a) du chapitre 1.

Le devoir ne devrait-il s'appliquer qu'aux clients de détail?

Aux fins de la présente consultation, la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus ne s'applique que lors de la fourniture de conseils aux clients de détail. Un « client de détail » s'entendrait d'une personne qui n'est pas « client autorisé » au sens du Règlement 31-103. Cette expression désignerait donc les personnes physiques qui ont des actifs financiers nets d'au plus 5 millions de dollars et les sociétés qui sont des actifs nets de moins de 25 millions de dollars.

Comme nous l'avons vu, aux États-Unis et en Australie, la norme du meilleur intérêt du client proposée ne s'applique qu'aux relations de la société avec des clients de détail. La SEC définit un « client de détail » (*retail customer*) comme [traduction] « une personne physique ou le représentant légal d'une personne physique qui *i*) reçoit des conseils personnalisés en matière d'investissement dans des titres de la part d'un courtier ou d'un conseiller en valeurs et *ii*) se sert de ces conseils principalement à des fins personnelles ou familiales¹⁶² ». En Australie, bien que des règles fixent des seuils d'investissement (500 000 \$ A), de revenu (250 000 \$ A) et d'actif net (2 500 000 \$ A) en dessous desquels les investisseurs sont considérés comme des « clients de détail »¹⁶³, le gouvernement révisé actuellement les définitions de client de détail et de client institutionnel dans le cadre des réformes australiennes¹⁶⁴.

À l'heure actuelle, la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas de définition de « client de détail ». Certains seuils permettent toutefois de classer différentes sortes de clients pour l'application de la législation en valeurs mobilières. L'une des définitions les plus connues est celle de l'« investisseur qualifié », qui désigne notamment les personnes physiques ayant des actifs financiers d'au moins 1 000 000 \$ ou des revenus annuels d'au moins 200 000 \$. Nous comptons inclure dans la définition de client de détail toutes les personnes physiques, y compris les investisseurs qualifiés qui ne sont pas des clients autorisés. Nous faisons remarquer que les ACVM examinent actuellement la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés¹⁶⁵. Nous tiendrons compte de l'incidence des résultats de cet exercice sur les questions posées dans le présent Document de consultation.

Questions relatives à l'application du devoir aux clients de détail

Question 44 : La norme du meilleur intérêt du client ne devrait-elle s'appliquer aux conseillers et aux courtiers que dans leurs relations avec des « clients de détail »?

¹⁶² Loi Dodd-Frank, ci-dessus, note 63, au para. 913(g).

¹⁶³ Ci-dessus, note 110, aux para. 2.3 et 2.5.

¹⁶⁴ *Ibid.*

¹⁶⁵ Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM – Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés* (10 novembre 2011), en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/2011nov10-45-401-cons-fr.pdf>.

- Question 45 :** Dans l'affirmative, la définition de « client de détail » est-elle appropriée? Ce devoir devrait-il aussi s'appliquer dans les relations avec d'autres clients que les clients de détail?
- Question 46:** Certain types de clients autorisés (p. ex., les municipalités) devraient-ils bénéficier de la norme légale du meilleur intérêt du client?
- Question 47 :** Certain types de clients de détail peuvent-ils se passer de la norme légale du meilleur intérêt du client?
- Question 48 :** Si la norme du meilleur intérêt du client décrite ci-dessus était adoptée, les conseillers et les courtiers devraient-ils être autorisés à la modifier ou à y déroger par contrat avec leurs clients? Dans l'affirmative, quelles limites faudrait-il prévoir, le cas échéant?
- Question 49 :** Si la norme du meilleur intérêt du client était adoptée, le devoir actuel des conseillers et des courtiers d'agir de bonne foi et avec honnêteté et équité dans leurs relations avec leurs clients devrait-il continuer de s'appliquer dans les cas où la norme ne s'applique pas?

Application du devoir aux « conseils »

Pour les fins de la consultation, la norme du meilleur intérêt du client s'appliquerait lorsque le conseiller ou le courtier fournit des *conseils* à un client de détail. Le sens du terme « conseils » serait très large et inclurait tous les conseils en matière d'investissement dans des titres ou des dérivés ou de souscription, d'achat et de vente de titres ou de dérivés.

D'autres territoires ont adopté une vision plus étroite. Le devoir fiduciaire proposé aux États-Unis et en Australie se limite, respectivement, aux [traduction] « conseils personnalisés en matière d'investissement » et aux [traduction] « conseils personnels ».

Aux États-Unis, l'expression « conseils personnalisés en matière d'investissement » n'a pas encore été définie par la SEC. Comme l'indique l'étude de la SEC, le personnel de cet organisme estime que la définition devrait à tout le moins viser les « recommandations » développées sous le régime de la réglementation applicable aux courtiers et exclure les « conseils impersonnels en matière d'investissement » développés sous le régime de la Loi sur les conseillers. Il estime aussi que la définition devrait viser les autres actes ou communications qui seraient considérés comme des conseils en investissement dans des titres en vertu de cette loi (comme les comparaisons de titres ou les stratégies de répartition de l'actif), exception faite des « conseils impersonnels en matière d'investissement » développés sous le régime de cette loi.

En Australie, les « conseils personnels » s'entendent des conseils portant sur des produits financiers qui sont fournis à une personne dans des circonstances où a) la personne qui fournit les conseils a pris en considération les objectifs, la situation financière ou les

besoins du destinataire (à d'autres fins que l'application des règles anti-blanchiment d'argent) ou *b*) une personne raisonnable pourrait s'attendre à ce que la personne qui fournit les conseils ait pris en considération au moins une de ces questions.

Questions relatives à l'application du devoir aux conseils

Question 50 : Le devoir d'agir au mieux des intérêts du client décrit ci-dessus devrait-il s'appliquer lorsque des conseils sont donnés à un client de détail ou seulement lorsque des conseils personnalisés lui sont fournis?

Question 51 : Si le devoir d'agir au mieux des intérêts du client ne doit s'appliquer que lorsque des conseils personnalisés sont fournis à un client de détail, que devrait signifier l'expression « conseils personnalisés » dans ce contexte?

Question 52 : Le devoir devrait-il naître dans les mêmes circonstances que l'obligation d'évaluer la convenance au client? Les conseils de *conserver* des titres (par opposition à la souscription, l'achat ou à la vente) devraient-ils aussi être visés?

Les arguments opposés évoqués ci-dessus ressortent des observations effectuées par le personnel des ACVM lors de l'étude de l'éventuelle norme légale du meilleur intérêt du client décrite dans le présent Document de consultation. D'autres arguments ou des variations des arguments susmentionnés pourraient se faire jour dans le cadre de cette présente consultation

9) CONSULTATION

Les ACVM publient le présent Document de consultation pour une période de consultation de 120 jours. Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 22 février 2013 en indiquant qu'ils ont trait au Document de consultation 33-403 des ACVM. Si vous envoyez votre mémoire par courriel, veuillez inscrire cette référence dans l'objet de votre message. Veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire dans un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres suivants des ACVM :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest

Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

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

John Stevenson, Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de la CVMO, au www.osc.gov.on.ca, et sur celui des autres membres des ACVM. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Isabelle Boivin
 Analyste en réglementation – pratiques de distribution
 Direction des pratiques de distribution et des OAR
 Autorité des marchés financiers
 2640, boul. Laurier, 4^e étage
 Québec (Québec) G1V 5C1
 Tél : 418-525-0337, poste 4817
 1-877-525-0337, poste 4817
Isabelle.Boivin@lautorite.qc.ca

Chris Besko
 Legal Counsel, Deputy Director
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Tél. : 204-945-2561

Sans frais (Manitoba seulement) : 1-800-655-5244
chris.besko@gov.mb.ca

Lindy Bremner
Senior Legal Counsel, Capital Markets Regulation
British Columbia Securities Commission
Tél. : 604-899-6678
1-800-373-6393
lbremner@besc.bc.ca

Bonnie Kuhn
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
Tél. : 403-355-3890
bonnie.kuhn@asc.ca

Ella-Jane Loomis
Avocate
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Tél. : 506-643-7202
Ella-Jane.Loomis@nbsc-cvmnb.ca

Jeff Scanlon
Legal Counsel
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Tél. : 416-204-4953
jscanlon@osc.gov.on.ca

Sonne Udemgba
Acting Deputy Director, Legal/Exemption
Securities Division, Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Tél. : 306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

**CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS
CONSULTATION PAPER 33-403:
*THE STANDARD OF CONDUCT FOR ADVISERS AND DEALERS:
EXPLORING THE APPROPRIATENESS OF INTRODUCING A STATUTORY
BEST INTEREST DUTY WHEN ADVICE IS PROVIDED TO RETAIL CLIENTS***

October 25, 2012

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

TABLE OF CONTENTS

1) INTRODUCTION.....	3
2) BACKGROUND.....	3
3) FIDUCIARY DUTY: WHAT IT IS AND WHEN IT ARISES AT COMMON LAW	5
4) WHAT IS THE CURRENT STANDARD OF CONDUCT OF REGISTRANTS?.....	9
5) RECENT DEVELOPMENTS IN THE U.S., U.K., AUSTRALIA AND THE E.U.....	21
6) KEY INVESTOR PROTECTION CONCERNS WITH THE CURRENT STANDARD OF CONDUCT IN CANADA	34
7) CONSULTATION ON THE APPROPRIATENESS OF INTRODUCING A STATUTORY BEST INTEREST DUTY WHEN ADVICE IS PROVIDED TO RETAIL CLIENTS	39
8) POTENTIAL BENEFITS AND COMPETING CONSIDERATIONS IN IMPOSING A STATUTORY BEST INTEREST STANDARD.....	42
9) REQUEST FOR COMMENTS.....	55

1) INTRODUCTION

The purpose of this Canadian Securities Administrators (CSA) consultation paper (the **Consultation Paper**) is to provide a forum for stakeholder consultation of the desirability and feasibility of introducing a statutory best interest duty to address potential investor protection concerns regarding the current standard of conduct that advisers and dealers in Canada owe to their clients. While this Consultation Paper describes a possible statutory best interest standard for purposes of consultation, no decision has been made whether a statutory best interest standard should be adopted (and on what terms), whether another policy solution would be more effective or whether the current Canadian standard of conduct framework is adequate. No such decisions will be made without broad public consultation and discussion. This Consultation Paper is the initial step in soliciting comments from all interested stakeholders on these important issues.

The Consultation Paper is comprised of eight additional parts. Part 2 of the Consultation Paper summarizes certain of the background of the fiduciary duty debate. Part 3 describes what a fiduciary duty is and when it arises at common law. Part 4 discusses the current standard of conduct for registrants in Canada (including both statutory and common law requirements). Part 5 reviews what the United States (U.S.), the United Kingdom (U.K.), Australia and the European Union (E.U.) are doing in this area. Part 6 identifies the five key investor protection concerns with the current standard of conduct applicable to advisers and dealers in Canada. Part 7 seeks input on one possible articulation of a statutory best interest standard for advisers and dealers. Part 8 reviews the potential benefits and competing considerations of imposing the best interest standard described in Part 7. Part 9 describes the process for making submissions as part of this consultation.

We welcome comments or clarifications on any of the issues raised in this Consultation Paper.

2) BACKGROUND

The 2008 global financial crisis and its aftermath have generated significant debate on the standard of conduct that advisers and dealers owe to their clients when they provide advice on investing in financial products. The principal question is whether advisers and dealers should have an obligation to act in the best interests of their clients when providing advice to them. Several related questions have featured prominently in this debate, including:

- What are the current obligations of an adviser/dealer when providing advice to a client?
- Do investors and advisers/dealers understand the nature of their relationship?
- Do investors believe (and expect) that their advisers and dealers act in their best interests?
- Would a best interest standard affect the different compensation structures of advisers and dealers?
- What problems would be solved by the introduction of a statutory best interest standard for advisers and dealers?

- If a best interest standard were imposed, in what circumstances should it apply?

Against this backdrop, several international securities regulators are reconsidering the relationship between clients and the advisors who provide them with advice on investing in securities. This has included an examination of the standard of conduct applicable to advisers and dealers and/or consideration of some of the core elements of this relationship, such as how conflicts of interest, compensation structures and proficiency should be addressed and whether a statutory fiduciary (or best interest) duty should be imposed. In this respect, the U.K. and E.U. already impose a qualified best interest standard on their advisors, Australia has passed legislation making such a standard mandatory by July 1, 2013, and in the U.S., staff of the U.S. Securities and Exchange Commission (**SEC**) has recommended such a uniform standard be introduced for broker-dealers and investment advisers although both a detailed SEC cost-benefit analysis and an SEC draft rule have yet to be completed.

The standard of conduct debate occurring in other international jurisdictions has also arisen in Canada. There have been several Canadian conferences on the topic of whether Canada should, or should not, impose a statutory fiduciary duty on advisers and dealers. At an early such conference hosted by Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights (**FAIR Canada**) and the Hennick Centre for Business and Law (York University),¹ there appeared to be a lack of consensus on many of the important issues surrounding the possible imposition of a fiduciary duty. For example, the panellists did not agree on what a fiduciary duty encompasses, when it should apply and whether the current regulatory regime for advisers and dealers is functionally equivalent to such a standard, in any event. Regardless, most of the experts agreed that if a fiduciary duty is imposed, it is important to clearly address the expectations around the standard of conduct expected of advisers and dealers in providing advice.²

The fiduciary duty debate in Canada is an important one. The debate has highlighted the need to consider enhancements to investor protection where advice is being given to investors since it is the advice that will often determine a client's decision to invest.

The fiduciary duty debate in Canada is not a new issue. In 2004, the Ontario Securities Commission (the **OSC**) published the Fair Dealing Model consultation paper which included, in part, a proposal exploring the application of a statutory fiduciary duty to advisers and dealers in certain circumstances.³ Although the Fair Dealing Model did not proceed in its original form, it evolved into the Client Relationship Model (**CRM**) policy initiative that is currently being pursued by the CSA and the two Canadian securities self-regulatory organizations (**SROs**): the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (**IIROC**) and The Mutual Fund Dealers Association of Canada (**MFDA**). Key CRM features such as conflicts of interest disclosure and relationship disclosure feature prominently in *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (Regulation 31-103)*.⁴ The

¹ Hennick Centre for Business and Law & FAIR Canada, *The Fiduciary Standard and Beyond: Rethinking the Financial Advisor-Client Relationship*, March 25, 2010 (<http://hennickcentre.ca/Fiduciarystandardconference.html>).

² Megan Harman, "Opinions divided over whether fiduciary standard should apply to Canadian advisors" *Investment Executive* (March 28, 2010), online: <http://www.investmentexecutive.com/-/news-52967>.

³ Ontario Securities Commission, *The Fair Dealing Model* (January 2004), online: (http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/cp_33-901_20040129_fdm.pdf).

⁴ *Bulletin of the Autorité des marchés financiers*, Vol. 6, no. 28 (July 17, 2009).

CSA and the SROs are pursuing a variety of additional CRM initiatives, such as improved cost and compensation disclosure and performance reporting. A statutory best interest standard for advisers and dealers providing advice was not, however, introduced under Regulation 31-103.

For the purposes of this Consultation Paper, when we refer to a “statutory” fiduciary duty or best interest standard, we mean any such duty that may be imposed under the securities laws, regulations, instruments or rules of a jurisdiction of Canada (**Securities Legislation**).

3) **FIDUCIARY DUTY: WHAT IT IS AND WHEN IT ARISES AT COMMON LAW**

Fiduciary Duty – An Overview

A fiduciary duty is a duty of a person to act in another person’s *best interests*.⁵ For our purposes, a fiduciary duty applicable to an adviser or dealer means that the adviser or dealer (the **fiduciary**) would have to act in the best interests of her client. In general, acting in your client’s best interest means that the fiduciary must ensure that:

- Client interests are paramount,
- Conflicts of interest are avoided,
- Clients are not exploited,
- Clients are provided with full disclosure, and
- Services are performed reasonably prudently.

We discuss each of these elements below.

Elements of a General Fiduciary Duty at Common Law

Client interests are paramount

Fiduciaries must ignore all considerations other than single-mindedly serving the interests of their clients in all matters related to the service provided – they must place their clients’ interests ahead of their own.⁶ This is sometimes referred to as the duty of loyalty⁷ or duty of “utmost good faith” and “imports a requirement that the fiduciary act toward the beneficiary with a heightened sense of loyalty and fidelity.”⁸ This means that a fiduciary cannot balance her own interests (or the interests of her employer) against her client’s interests if it means that her client’s interests are in any way compromised. All other fiduciary obligations emanate from this foundation duty.⁹

⁵ Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law* (Toronto: Thomson-Carswell, 2005) at 309. See also *Galambos v. Perez*, [2009] 3 S.C.R. 247 at para. 66, online: <http://scc.lexum.org/en/2009/2009scc48/2009scc48.html> [Galambos].

⁶ *Ibid.* at 339. See also *Shelanu Inc. v. Print Three Franchising Corp.* (2003), [2003] O.J. No. 1919 (Ont. C.A.).

⁷ *Galambos*, *supra* note 5 at para. 75.

⁸ Mark Vincent Ellis, *Fiduciary Duties in Canada*, looseleaf (Toronto: Carswell, 1988) at section 4 of Chapter 1.

⁹ Rotman, *supra* note 5 at 305.

Conflicts of interest are avoided

Fiduciaries must scrupulously avoid placing themselves in a possible or potential conflict of interest with their beneficiaries.¹⁰ This is sometimes referred to as the “no conflict” rule. If an actual or potential conflict of interest is unavoidable, it cannot be cured by disclosure alone. Rather, the client must explicitly consent to allow a fiduciary to place herself in an actual or potential conflict of interest. This requires that the fiduciary provide full and frank disclosure of the nature of the conflict to the client and may require that she advise the client to seek independent advice before the client decides whether to give their consent. Regardless of disclosure to a client of an actual or potential conflict, the fiduciary must always ensure that the client’s interests remain paramount.

Clients are not exploited

Fiduciaries must carefully avoid any personal pursuit inconsistent with the best interests of the client.¹¹ This is sometimes referred to as the “no profit” rule. If fiduciaries learn of an opportunity as a result of acting as a fiduciary for a client, the fiduciary must not take advantage of the opportunity even if the client cannot take advantage of it themselves. A fiduciary must not be rewarded for pursuing interests other than single-mindedly serving the interests of their clients in all matters related to the service provided.¹²

Clients are provided with full disclosure

Fiduciaries must provide full disclosure of any material information related to the service provided.¹³ Being in a position of highest confidence, the fiduciary is obliged to make the client aware of all relevant matters regarding the provision of the services. This means that fiduciaries must take reasonable steps to ensure that clients are aware of the available options and the potential benefits and risks associated with them.

Services are performed reasonably prudently

Fiduciaries must ensure that they perform their services with the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances.¹⁴

Almost as important as understanding the content of a fiduciary duty is to understand what it does *not* include. Canadian courts have been clear that a fiduciary duty does not require the fiduciary to act as “guarantor” or “insurer” in respect of his or her advice. Put another way,

¹⁰ See Ellis, *supra* note 8 at Chap 1, s.4(2)(a)

¹¹ *Ibid.* at subpar. 4(2)(b), (c) and (d)(iii) of Chapter 1.

¹² CSA staff recognizes that this element of a unqualified common law fiduciary duty may need to be qualified if securities regulators wish to apply it to advisers and dealers in Canada.

¹³ Ellis, *supra* note 8 at subpart 4(2)(d)(i) of Chapter 1. See also *Capobianco v. Paige* (2007), [2007] O.J. No. 3423 (Ont. S.C.J.) at para. 238; *Burns v. Kelly Peters & Associates Ltd.* (1987), 16 B.C.L.R. (2d) 1 (C.A.).

¹⁴ See, e.g., Rotman, *supra* note 5 at 352-355. Note that in certain situations, this duty is separated from the best interest duty, as is the case under the corporate law requirements. Some commentators take the position that because this duty of care is not unique to a fiduciary duty, it is not substantive component of what constitutes a fiduciary duty.

advisors are “under no duty to offer only successful financial advice”; they “will inevitably make wrong predictions and it is difficult, in hindsight, to question honest investment advice.”¹⁵

When does a fiduciary duty arise at common law?

In addition to the content of a fiduciary duty, it is important to understand *when* a fiduciary duty arises at common law. To understand this, one must understand the underlying purpose of fiduciary law. Canadian courts have recognized that the underlying purpose of fiduciary law is to “maintain the integrity of socially and economically valuable or necessary relationships of high trust and confidence that are essential for the effective interdependent functioning of society.”¹⁶

In certain types of relationships (lawyer/client, doctor/patient, trustee/beneficiary), a fiduciary duty presumptively arises at common law (these are called *per se* fiduciary relationships). In all other kinds of relationships (including investor advisory relationships¹⁷), whether the relationship is fiduciary in nature depends on the nature of the relationship. Courts will determine whether a fiduciary relationship exists based on the factual circumstances of the relationship (these are called *ad hoc* fiduciary relationships).¹⁸

Canadian courts have identified five interrelated factors to be considered when determining whether “financial advisors” stand in a fiduciary relationship to their clients:¹⁹

1. **Vulnerability:** the degree of vulnerability of the client due to such things as age or lack of language skills, investment knowledge, education or experience in the stock market.²⁰
2. **Trust:** the degree of trust and confidence that a client reposes in the advisor and the extent to which the advisor accepts that trust.
3. **Reliance:** whether there is a history of relying on the advisor’s judgment and advice and whether the advisor holds him or herself out as having special skills and knowledge upon which the client can rely.

¹⁵ *Mills v. Merrill Lynch Canada Inc.*, 2005 CarswellBC 219, 2005 BCSC 151 (B.C. S.C.) at para. 129. Other jurisdictions have also been careful not to suggest that a fiduciary duty would be tantamount to a guarantor. For example, Australia states that in introducing a statutory fiduciary duty for advisers, “the focus of the duty should be on how a person has acted in providing advice rather than the outcome of that action.” (Australian Government, *Future of Financial Advice Information Pack* (April 28, 2011) at 12, online:

<http://ministers.treasury.gov.au/Ministers/brs/Content/pressreleases/2011/attachments/064/064.pdf>).

¹⁶ Rotman, *supra* note 5 at 13.

¹⁷ *Varcoe v. Sterling* (1992), 7 O.R. (3d) 204 (Gen. Div.) at 234 [Varcoe]; affirmed (1992), 10 O.R. (3d) 574 (C.A.); leave to S.C.C. denied. See also *Hodgkinson v. Simms* [1994] 3 S.C.R. 377 [Hodgkinson].

¹⁸ *Ibid.* See also *LAC Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd.*, [1989] 2 S.C.R. 574. Galambos, *supra* note 7, provides a more recent discussion of this distinction.

¹⁹ *Hunt v. TD Securities Inc.* (2003), 2003 CarswellOnt 3141 (Ont. C.A.).

²⁰ While vulnerability in the broad sense resulting from factors external to the relationship is a relevant consideration, a more important one is the extent to which vulnerability arises *from* the relationship: see Hodgkinson, *supra* note 17 at 406.

4. **Discretion:** the extent to which the advisor has power or discretion over the client's account or investments.
5. **Professional Rules or Codes of Conduct:** such rules and codes help to establish the duties of the advisor and the standards to which the advisor will be held.

These five factors are not intended to be exhaustive and evidence relevant to one factor may be relevant to a consideration of one or more of the other factors.²¹

Fiduciary duty created by statute

A fiduciary duty can be created by statute. Securities Legislation imposes a fiduciary duty on investment fund managers in respect of the funds that they manage. For more information about this duty, see the section entitled "Statutory best interest standard for investment fund managers" in Part 4 below.

Another example is the fiduciary duty owed by a director to a corporation as set out in applicable corporate statutes. In exercising her powers and discharging her duties, a director is required to:²²

- (a) act honestly and in good faith *with a view to the best interests* of the corporation; and
- (b) exercise the care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in comparable circumstances." (italics added)

The duty referred to in (a) above is generally referred to as the duty of loyalty and is at the core of the fiduciary duty owed by directors. The duty referred to in (b) above is referred to as the duty of care.

We believe that a statutory fiduciary duty would likely support a private law cause of action for damages by a beneficiary against a fiduciary for breach of the duty, because it establishes the nature of the relationship and therefore eliminates the need to prove the existence of a fiduciary duty. For additional discussion on this, see the section entitled "Strengthens legal remedy to retail clients for breach of fiduciary duty" in Part 8 below.

Conclusion

We believe that imposing a statutory duty on an adviser or dealer to "act in the best interests" of clients constitutes imposing a fiduciary duty. It is a separate question whether certain of the elements of a fiduciary duty referred to above should be qualified to take into account the particular circumstances and business models of advisers and dealers. Any statutory best interest duty imposed under Securities Legislation should address such issues. For further discussion, see Part 8 below.

²¹ *Hunt, supra* note 19 at para. 41.

²² See subsection 122(1) of the *Canada Business Corporations Act*.

Because acting in a client's "best interests" is at the heart of a fiduciary duty, we will generally refer in this Consultation Paper to a fiduciary duty as a "best interest" standard or duty.

4) WHAT IS THE CURRENT STANDARD OF CONDUCT OF REGISTRANTS?

In this section, we will review the Canadian registration regime and address the following elements of the standard of conduct required of registrants:

- Current statutory standard of conduct requirements,
- Common law fiduciary duty in some cases,
- Suitability obligations,
- Responding to conflicts of interest, and
- Other requirements.

The registration regime in Canada

A person can be registered under Securities Legislation as an adviser, dealer and/or investment fund manager, depending on the nature of their activities. In general terms, only advisers and dealers can provide advice on investing in securities. Investment fund managers direct the business, operations or affairs of one or more investment funds; they do not provide advice on investing in securities unless they are also registered as an adviser (i.e., portfolio manager) or dealer.

The standard of conduct applicable to registrants is defined by reference to a number of different Securities Legislation requirements. Advisers and dealers that are members of an SRO are also subject to the separate rules of the SRO that apply to them. Those rules are based on similar principles underlying the equivalent Securities Legislation requirements.

Current statutory standard of conduct requirements

Duty to act fairly, honestly and in good faith

Securities Legislation in Canada imposes a duty on registered advisers and dealers to deal fairly, honestly and in good faith with their clients.²³ This duty applies to advisers and dealers broadly in all dealings with their clients.²⁴

²³ See section 2.1 of OSC Rule 31-505 *Conditions of Registration*; section 14 of the *Securities Rules*, B.C. Reg. 194/97 [**B.C. Regulations**] under the *Securities Act* (British Columbia), R.S.B.C. 1996, c. 418 [**B.C. Act**]; section 75.2 of the *Securities Act* (Alberta) R.S.A. 2000, c.S-4 [**Alberta Act**]; section 33.1 of the *Securities Act* (Saskatchewan), S.S. 1988-89, c. S-42.2 [**Saskatchewan Act**]; subsection 154.2(3) of *The Securities Act* (Manitoba) C.C.S.M. c. S50 [**Manitoba Act**]; section 160 of the *Securities Act* (Québec), R.S.Q., c. V-1.1 [**Québec Act**]; section 39A of the *Securities Act* (Nova Scotia), R.S.N.S. 1989, c. 418 [**N.S. Act**]; subsection 54(1) of the *Securities Act* (New Brunswick) S.N.B. 2004, c. S-5.5 [**N.B. Act**]; section 90 of the *Securities Act* (Prince Edward Island), R.S.P.E.I. 1988, c. S-3.1 [**P.E.I. Act**]; subsection 26.2(1) of the *Securities Act* (Newfoundland and Labrador),

A threshold question is whether the obligation to act fairly, honestly and in good faith creates, or is equivalent to, a best interest standard. Many commentators believe that it is not (by itself) equivalent to, and falls short of, a best interest standard.²⁵ Others disagree.²⁶ We are not aware of any court or regulatory decision that has concluded that this duty creates, or is equivalent to, a fiduciary duty.²⁷

Statutory best interest standard for investment fund managers

Investment fund managers (IFMs) are currently subject to a general *statutory* best interest standard of conduct. Every IFM must (i) exercise the powers and discharge the duties of their office honestly, in good faith and in the *best interests* of the investment fund, and (ii) exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances.²⁸ The articulation of that duty is consistent with the duty imposed on directors under applicable corporate law.

R.S.N.L.1990, c. S-13 [**Newfoundland Act**]; section 90 of the *Securities Act* (Nunavut), S.Nu. 2008, c. 12 [**Nunavut Act**]; section 90 of the *Securities Act* (Northwest Territories), S.N.W.T. 2008, c. 10 [**N.W.T. Act**]; and section 90 of the *Securities Act* (Yukon), S.Y. 2007, c. 16 [**Yukon Act**].

²⁴ Regulatory decisions involving a breach of the duty to deal with clients fairly, honestly and in good faith have involved various situations, including: dealer did not disclose conflict of interest and charged excessive mark-ups (*Arlington Securities Inc. v. Ontario Securities Commission*, 2002 CSLR ¶900-035, 25 O.S.C.B. 4247); excessive mark-up when selling securities to client (*Re Curia*, 2000 CSLR ¶ 900-005, 23 O.S.C.B. 7505); unauthorized trades (*Hayward v. Hampton Securities Limited*, 2004 CSLR ¶ 900-086 (Ont.C.A.)); unsuitable investment recommendations (*Re Daubney and Littler*, 2008 CSLR ¶ 900-259); used client's money to support dealer's own lifestyle (*Re Kinlin*, 2000 CSLR ¶ 900-014, 23 O.S.C.B. 6535); artificially inflated NAV estimates and discriminated among investors in honouring redemption requests (*Re Norshield Asset Management*, 2010 CSLR ¶900-344 (Ontario Securities Commission)); took control of client's accounts and changed investment objectives so that funds could be allocated to aggressive trading (*Sidiropoulos v. Manitoba Securities Commission*, 1999 CSLR ¶900-047 (Manitoba Securities Commission)).

²⁵ See, e.g., Edward Waitzer, "Make advisors work for investors" *Financial Post* (February 14, 2011), online: <http://opinion.financialpost.com/2011/02/14/make-advisors-work-for-investors/>; Ken Kivenko, "Why A Fiduciary Standard For Investment Advisers Is Urgent And Crucial" *Canadian MoneySaver* (June 2012), online: http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2012/06/Why-A-Fiduciary-Standard_-Kivenko.pdf.

²⁶ Laura Paglia, a partner at Torys LLP specializing in securities litigation, has stated that "the core principles being debated in the U.S., which revolve around disclosure of conflicts of interest and putting the client's interest first, were already generally accepted in Canada under the duty of care owed by all financial advisers to their clients." (Michael McKiernan, "Lawyers clash over imposing statutory fiduciary duties for financial advisers" *Law Times* (April 4, 2010), online: <http://www.lawtimesnews.com/201004056641/Headline-News/Lawyers-clash-over-imposing-statutory-fiduciary-duties-for-financial-advisers>). In addition, Philip Anisman, a leading Canadian securities lawyer and commenter, noted that "[a]lthough our courts have not yet recognized that it does so, this rule arguably imposes a fiduciary obligation on ... registrants with respect to their clients." Mr. Anisman's recommendation is that "[o]ur regulators may be better advised to ... enforce [the duty to deal fairly, honestly and in good faith with their clients] rigorously." (Philip Anisman, "FP Letters to the Editor: Existing rule requires 'good faith'" *Financial Post* (February 15, 2011), online: <http://opinion.financialpost.com/2011/02/15/fp-letters-to-the-editor-existing-rule-requires-%E2%80%98good-faith%E2%80%99/>).

²⁷ CSA staff is aware of certain decisions where the OSC stated that a dealer or adviser had a duty to act in the client's best interest. For example, see *Re Gordon-Daly Grenadier Securities*, (2000) 23 O.S.C.B. 5512. Notwithstanding these decisions, it is Staff's view that the OSC was likely referring to the common law duty that the OSC felt the registrant owed to the client, rather than concluding that the duty to act fairly, honestly and in good faith created, or was equivalent to, a best interest standard.

²⁸ See section 116 of the *Securities Act* (Ontario) R.S.O. 1990, c. S.5; section 159.3 of the Québec Act; section 125 of the B.C. Act; subsection 75.2(3) of the Alberta Act; subsection 33.1(2) of the Saskatchewan Act; subsection 154.2(1) of the Manitoba Act; subsection 26.2(3) of the Newfoundland Act; subsection 90(1) of the P.E.I. Act;

Statutory best interest standard for advisers and dealers in four provinces when discretionary authority present

Four provinces (Alberta, Manitoba, Newfoundland and Labrador, and New Brunswick) have a statutory requirement that when advisers or dealers have discretionary authority over their clients' investments, the adviser or dealers must act in the clients' best interests.²⁹ This is consistent with, as discussed above, the common law where an adviser or dealer that has discretionary authority over a client's assets virtually always owes the client a fiduciary duty.³⁰

Québec

In Québec, according to both the general civil law and the *Securities Act* (Québec), registered dealers and advisers are currently subject to a duty of loyalty and a duty of care and must act in the client's best interest.

The 1994 reform of the *Civil Code of Québec*³¹ (the **Civil Code**) led to the introduction of these standards for specific legal relationships, namely, the administration of the property of others, the contract for services and the mandate.

In addition to remaining subject to the general regime of contractual liability under the Civil Code, the relevant doctrine and jurisprudence indicate that a relationship between an adviser or a dealer and a client is governed by the rules underlying those legal relationships (the determination of the applicable rules depends on the nature and scope of the relationship).

In any case, a duty of loyalty and, at a minimum, a duty to act in the best interests of a client as well as a duty of care are provided for in sections 1309, 2100 and 2138, respectively, of the Civil Code:

subsection 39A(3) of the N.S. Act; subsection 54(3) of the N.B. Act; subsection 90(2) of the Yukon Act, N.W.T. Act and Nunavut Act. This statutory duty was recommended at least as early as 1969 when the *Report of the Canadian Committee on Mutual Funds and Investment Contracts - Provincial and Federal Study*, 1969 (Ottawa: Queen's Printer, 1969) made this recommendation at page 293.

²⁹ See subsection 75.2(2) of the Alberta Act; section 154.2 of the Manitoba Act; subsection 26.2(2) of the Newfoundland Act; and section 54 of the N.B. Act.

³⁰ There are other isolated examples of narrow statutory best interest duties arising in certain situations. For example, unregistered foreign-based sub-advisers to Canadian registered advisers are required in certain circumstances to act in the best interests of the Canadian registered adviser as well as such Canadian adviser's clients and the Canadian registered adviser must contractually agree with its clients that it is liable for any loss by its clients resulting from a breach of this standard of care by the unregistered foreign-based sub-adviser. See, e.g., section 7.3 of OSC Rule 35-502 *Non-Resident Advisers* and section 2.10 of *Regulation 81-102 respecting Mutual Funds*. In both cases, it is expressly stated that the client cannot relieve the Canadian registrant from its contractual liability described above. CSA staff believes the intention in applying the best interest standard in this context was to codify the Canadian common law practice of advisers for managed accounts owing a fiduciary duty to their clients.

³¹ S.Q. 1991, c. 64.

“**1309.** An administrator shall act with prudence and diligence.

He shall also *act honestly and faithfully in the best interest* of the beneficiary or of the object pursued.

2100. The contractor and the provider of services are bound *to act in the best interests* of their client, with prudence and diligence.

2138. A mandatary is bound to fulfill the mandate he has accepted, and he shall act with prudence and diligence in performing it.

He shall also *act honestly and faithfully in the best interests* of the mandator, and avoid placing himself in a position that puts his own interest in conflict with that of his mandator.” (italics added)

It is worth noting that according to the authors Crête, Brisson, Naccarato and Létourneau, this obligation to act with loyalty (or “faithfully”) is comparable to that of the common law fiduciary standard:

“As Professor Naccarato mentioned in his study on the legal nature of trust, the higher degree of trust in contractual relationships develops when a person entrusts (rooted in the word “trust”) property or a portion of his or her estate to another person who will act in the name or on behalf of the client. Such a higher degree of trust is also reflected in the complexity of services offered that require specialized knowledge as well as specific skills and abilities. The greater the imbalance between the respective parties’ degree of knowledge, the more the vulnerable party will rely on the competency and honesty of the co-contractor. Under the civil law of Québec, this type of relationship, characterized by the presence of this higher degree of trust, could underpin a contract of mandate or other form of administration of the property of others, while under common law, the contractual relationship could be described as a ‘fiduciary relationship’ to which fiduciary duties are connected.”³²

The extent of these obligations under the Civil Code varies depending on the legal context and nature of the investment advisory relationship (e.g. discretionary account or non-discretionary account, executing broker only), taking into account the degree of trust, dependence and vulnerability of the client. The Supreme Court of Canada has acknowledged the higher degree of these obligations in the case of a portfolio manager as well as the prevailing role of trust in the mandate regime:

³² R. Crête, G. Brisson, M. Naccarato and A. Létourneau, « La prévention dans la distribution de services de placement » [Prevention in the distribution of investment services], colloquium proceedings: *La confiance au coeur de l'industrie des services financiers* [Confidence at the heart of the financial services industry] edited by Raymonde Crête, Marc Lacoursière, Mario Naccarato and Geneviève Brisson, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2009, at 259 [translated by CSA].

“As in the case of any mandate, the mandate between a manager and his client is imbued with the concept of trust, since the client places his trust in the manager — the mandatary — to manage his affairs. ... This spirit of trust is reflected in the weight of the obligations that rest on the manager, which will be heavier where the mandator is vulnerable, lacks specialized knowledge, is dependent on the mandatary, and where the mandate is important. The corresponding requirements of fair dealing, good faith and diligence on the part of the manager in relation to his client will thus be more stringent.”³³

Most importantly and as mentioned previously, sections 160 and 160.1 of the *Securities Act* (Québec) also require that all registered dealers and advisers and their representatives “deal fairly, honestly, *loyally* and in good faith with their clients” (italics added) and “[i]n their dealings with clients and in the execution of the mandates entrusted to them by their clients, ... act with all the care that may be expected of a knowledgeable professional acting in the same circumstances.”

Common law fiduciary duty in some cases

As discussed above, depending on the nature of the relationship between the client and their adviser or dealer, Canadian courts (except in Québec, where the common law does not exist in respect of private law matters) may find that an adviser or dealer stands in a common law fiduciary relationship to their clients. As we have seen, Canadian courts have identified five non-exclusive and interrelated factors to assist in this determination: vulnerability, trust, reliance, discretion (over the client’s account or investments), and professional rules or codes of conduct (see “When does a fiduciary duty arise at common law?” in Part 3 above).

The fourth factor, discretion, is an especially important element in the context of an investment advisory relationship because the advisory industry generally distinguishes between clients based on whether they have discretionary accounts or non-discretionary accounts. A discretionary account (also known as a managed account) is a type of client account for which an adviser or dealer has the discretion to make investment decisions and transact in securities without the client’s express consent to each transaction; in a non-discretionary account, the client must consent to each transaction.

Accordingly, a common law fiduciary duty will virtually always arise where the client has a discretionary account. A fiduciary duty may also arise where the client has a non-discretionary account depending on the actual power or influence that the adviser or dealer has over the client, and the extent to which the client relies on the adviser or dealer. On this point, the Supreme Court of Canada recently stated that:

³³*Laflamme v. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, [2000] 1 S.C.R. 638 at para. 28. This interpretation has been reaffirmed in *Loevinsohn c. Services Investors ltée*, 2007 QCCS 793 (CanLII) at para. 41: “The contract of mandate is a relationship based upon the trust that a client is entitled to have in the competence and professional integrity of the mandatary. The sense of trust is characteristic of a contract of mandate and has an impact on the state of mind of a client convinced of the professional qualifications of the person upon whom the client relies.”

“[t]he nature of this discretionary power to affect the beneficiary’s legal or practical interests may, depending on the circumstances, *be quite broadly defined. It may arise from power conferred by statute, agreement, perhaps from a unilateral undertaking or, in particular situations by the beneficiary’s entrusting the fiduciary with information or seeking advice in circumstances that confer a source of power*”³⁴ (italics added).

This statement builds on previous caselaw that suggested that with regard to unsophisticated clients especially, the court will find that a fiduciary relationship exists even if “the ultimate discretion or power in the disposition of funds remained with the beneficiary.”³⁵

Canadian courts explain this approach by noting that advisers and dealers fall into a continuum in providing advice, with discount brokers at one end (who provide no advice but simply execute transactions on a client’s express instructions and who therefore are not subject to a common law fiduciary duty standard) and advisers or dealers with clients in discretionary accounts at the other end (who have complete discretionary trading authority and who therefore would be subject to a common law fiduciary duty). Whether a common law fiduciary duty applies to a relationship that falls somewhere in between in this continuum is a question of fact to be determined based on the nature of the client relationship in all the circumstances.³⁶

The following table summarizes when a statutory or common law fiduciary duty currently arises based on a registrant’s activities:

³⁴ *Galambos*, *supra* note 5 at para. 84. See also *Frame v. Smith*, [1987] 2 S.C.R. 99 at 136 (Wilson J. – dissenting).

³⁵ *Hodgkinson*, *supra* note 17 at 182.

³⁶ See *Kent v. May* (2001), 298 A.R. 71 (Alta Q.B. at paras 51 – 53). See also, e.g., *875121 Ontario Ltd. v. Nesbitt Burns Inc.*, [1999] O.J. No. 3825 (Sup.Ct.); *Hunt v. TD Securities Inc.* (2003), 66 O.R. (3d) 481 (Ont. C.A.); and *Young Estate v. RBC Dominion Securities* (2008), [2008] O.J. No. 5418 (Ont. S.C.J.).

Type	Category	Registerable Activity	Account Types ³⁷	Does a Fiduciary Duty Apply?		Direct Regulatory Oversight
				Statutory or rules based ³⁸	Common law	
Adviser	Portfolio manager (PM)	Advising others on the buying or selling of, and investing in, securities.	Discretionary	No ³⁹	Yes	CSA
			Non-discretionary	No	It depends	
Dealer	Full-service investment dealer (ID)	Trading (and advising) in any kind of securities as principal or agent.	Discretionary	No ⁴⁰	Yes	IIROC
			Non-discretionary	No	It depends	
			Discount brokerage	No	No	
	Mutual fund dealer (MFD)	Trading (and advising in) mutual fund (or labour-sponsored fund) securities as principal or agent.	Non-discretionary	No	It depends	MFDA
	Exempt market dealer (EMD)	Trading (and advising) in exempt market securities as principal or agent.	Non-discretionary	No	It depends	CSA
Scholarship plan dealer (SPD)	Trading (and advising) in scholarship or educational plan securities as principal or agent.	Non-discretionary	No	It depends	CSA	
Investment fund manager	Investment fund manager (IFM)	Directing the business, operations or affairs of an investment fund.	N/A	Yes ⁴¹	Likely	CSA

³⁷ A discretionary account, also known as a managed account, is a type of client account for which an adviser or dealer has to sole discretion to make investment decisions and buy or sell securities without the client's express consent to each transaction.

³⁸ As discussed previously, a duty of loyalty and a duty of care currently apply in Québec for all registered advisers and dealers.

³⁹ Four provinces (Alberta, Manitoba, Newfoundland and Labrador, and New Brunswick) have a statutory requirement that when advisers or dealers have discretionary authority over their clients' investments, the adviser or dealers must act in the clients' best interests.

⁴⁰ *Ibid.*

⁴¹ *Supra* note 28.

The question that is discussed in this Consultation Paper is whether a statutory best interest standard should be introduced that applies to all categories of advisers and dealers referred to above. As discussed below, we recognize that any fiduciary duty imposed on dealers would likely need to be qualified to take into account the circumstances and business models of particular categories of dealers. See the discussion below in Part 8 for more information and related consultation questions.

Suitability Obligations

In general, advisers and dealers must collect “know-your-client” (KYC) information, and, prior to:

- making a recommendation, or accepting an instruction from a client, to buy or sell a security for a client’s non-discretionary account, or
- buying or selling a security for a client’s discretionary account,⁴²

take reasonable steps to ensure that the purchase or sale of the security is suitable for the client. They cannot delegate their suitability obligations to anyone else or satisfy the suitability obligation by simply disclosing the risks involved with a transaction.

According to the Policy Statement to Regulation 31-103, in some cases, an adviser or dealer will need extensive KYC information, for example, if they have discretionary authority over a client account.⁴³ In these cases, the adviser or dealer should have a comprehensive understanding of the client’s:

- investment needs and objectives, including the client’s time horizon for their investments,
- overall financial circumstances, including net worth, income, current investment holdings and employment status, and
- risk tolerance for various types of securities and investment portfolios, taking into account the client’s investment knowledge.

In other cases, the adviser or dealer may need less KYC information. For example, if they only occasionally deal with a client who makes small investments relative to their overall financial position.⁴⁴

The suitability obligation requires advisers and dealers to determine, based on the KYC information of the client, whether a proposed purchase or sale of a security for the client is suitable. In determining suitability, advisers and dealers must understand:

- (i) the KYC information relating to their client and any other factors necessary for them to be able to determine whether a proposed purchase or sale is suitable, and

⁴² Note that IIROC and the MFDA have both revised their suitability rules so that the suitability analysis would have to be conducted not just on a buy/sell basis but also upon the occurrence of certain triggering events (e.g., change in representative servicing the account or a material change in the client’s KYC information).

⁴³ See heading “KYC information for suitability depends on circumstances” in section 13.3 of Policy Statement to Regulation 31-103, *supra* note 4.

⁴⁴ *Ibid.*

- (ii) the attributes and associated risks of the investment products they are recommending to clients (known as “know-your-product” or **KYP**).

If a client has more than one account, the adviser or dealer should indicate whether the client’s investment objectives and risk tolerance apply to a particular account or to the client’s whole range of accounts.

A Canadian securities regulator has described the suitability obligation as:

“the obligation of a registrant to determine whether an investment is *appropriate* for a particular client. Assessment of suitability requires both that the registrant understands the investment product and knows enough about the client to assess whether the product and the client are a *match*.”⁴⁵ (italics added)

Conversely, an unsuitable investment and/or recommendation is one that is not appropriate for the client. IIROC states that this means that the investment and/or recommendation:

“is inconsistent with the client’s personal circumstances including current financial situation, investment knowledge, investment objectives and time horizon, risk tolerance and the current investment portfolio composition and risk level of the other investments within the client’s account or accounts at the time of the investment and/or recommendation.”⁴⁶

The suitability obligation requires that a dealer or adviser ensure that an investment is suitable or appropriate. This does not necessarily mean that the product must be the “best” product for the client.

It is generally accepted that, in some circumstances, an adviser or dealer providing advice can comply with its suitability obligation and yet not provide investment recommendations that are in the best interest of the client. We would describe that concept as follows: there may be a large number of potentially suitable investment products, but the question is whether the advice to the client must identify a smaller range of products that are, in the adviser’s view, in the client’s best interest. One consideration in giving that advice would be the relative cost to the client of the product.

Recent SRO Developments

IIROC has recently amended its rules to expand the obligation of IIROC member firms to undertake suitability assessments beyond assessing suitability at the time a transaction recommendation is made.⁴⁷ The amended provisions require that a review of account suitability must be conducted within one day of the firm becoming aware of any of the following triggering events:

⁴⁵ *Re Daubney* (2008), 31 O.S.C.B. 4817 at 4819, para. 16.

⁴⁶ IIROC, *IIROC Notice 12-0109: Know your client and suitability – Guidance* (March 26, 2012), online: http://www.iiroc.ca/Documents/2012/d21b2822-bcc3-4b2f-8c7f-422c3b3c1de1_en.pdf.

⁴⁷ *Ibid.*

- a transfer or deposit of securities into the account;
- a change in representative on the account; or
- a material change to the “know your client” information.

A suitability determination will not be required following a triggering event if the transaction is executed on the instructions of another IIROC member firm, portfolio manager, exempt market dealer, bank, trust company or insurer. For both retail and institutional clients, suitability determinations will not be required if the account is an order execution-only account.

IIROC has also published draft guidance stating that, when its members are determining the suitability of account types for their clients, “one of the key factors that [members] should consider is the account’s compensation structure.”⁴⁸

The MFDA has also similarly amended its suitability requirements.⁴⁹

Conflicts of Interest

In general, registrants must identify and respond to material existing and potential conflicts of interest by avoiding, controlling or disclosing them. The CSA provides principle-based guidance in the Policy Statement to Regulation 31-103 about how registered firms should apply these rules:

- The registrant should **avoid** the conflict if it is sufficiently contrary to the interests of a client (or the integrity of the capital markets) that there can be no other reasonable response.
- The registrant should **control** the conflict if it can be effectively managed by internal controls such as organizational structures, lines of reporting and physical locations.
- The registrant should **disclose** the conflict to their clients if a reasonable investor would expect to be informed about it, in addition to any other methods the registered firm may use to control the conflict.

Although the general rule is that advisers and dealers are able to decide for themselves how to apply these principles, Securities Legislation also contains specific prohibitions and restrictions. For example, Regulation 31-103 prohibits a registered adviser from engaging in certain transactions in investment portfolios for managed accounts where the relationship may give rise to a conflict of interest or a perceived conflict of interest.⁵⁰ The prohibited transactions include transactions in securities in which a responsible person or an associate of a responsible person

⁴⁸ IIROC, *IIROC Notice 12-0253: Request for comments on draft guidance regarding compensation structures for retail investment accounts* (August 14, 2012), online: http://www.iiroc.ca/Documents/2012/cdb04cab-2ff1-4e60-898c-0738df8d8ccd_en.pdf, at 6.

⁴⁹ MFDA, *MFDA Bulletin #0459: Transition Periods for MFDA Rule and Policy Amendments Implementing the Client Relationship Model Proposals* (December 3, 2010), online: <http://www.mfda.ca/regulation/bulletins10/Bulletin0459-P.pdf>

⁵⁰ Regulation 31-103, *supra* note 4 at s. 13.5.

may have an interest or over which they may have influence or control.⁵¹ Regulation 31-103 also requires disclosure in most cases in order for a firm to recommend the buying, selling or holding of a security of a related or connected issuer.⁵²

Client Relationship Model

IIROC also recently amended its rules to adopt the core elements of the Client Relationship Model for investment dealers.⁵³ These rule amendments address, among many matters, the responsibility of a dealer to address conflicts of interest between the dealer and its clients. In this respect, IIROC rule 42.3(2) provides as follows:

42.3. Dealer Member responsibility to address conflicts of interest

- (2) The Dealer Member must address the existing or potential material conflict of interest in a fair, equitable and transparent manner, *and considering the best interests of the client or clients.* (italics added)

In response to a comment that the reference to the “best interests of the client” may be interpreted as creating a fiduciary duty, IIROC staff stated as follows:

“IIROC does not believe that the phrase ‘best interests of the client’ on its own creates a fiduciary duty relating to existing or potential material conflicts of interest, and it is not IIROC’s intention to do so. Whether or not a fiduciary duty exists in an account relationship depends on the facts of each case, including, among other things, the services being provided to the client and the degree to which the client relies on the firm/adviser in making investment decisions. While the standard of conduct established by the proposal is not as high as the fiduciary standard, it is intended to strengthen investor protection by clarifying IIROC’s expectations on how existing or potential material conflicts of interest are to be addressed as between the Approved Person and the client, as well as between the Dealer Member and clients generally.”⁵⁴

The IIROC rule requires only that the Dealer Member “consider” the best interests of the client in addressing conflicts of interest.⁵⁵ While that may not create a fiduciary duty,

⁵¹ Section 13.5 of the Policy Statement to Regulation 31-103, *supra* note 4.

⁵² Regulation 31-103, *supra* note 4 at s. 13.6.

⁵³ IIROC, *IIROC Notice 12-0107: Client Relationship Model – Implementation* (March 26, 2012), online: <http://docs.iroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=C168CD670F80468EB38BC6EF773ECC41&Language=en>.

⁵⁴ *Ibid.* at 25.

⁵⁵ Interestingly, subsection 42.2(2) of IIROC Dealer Member Rule 42 states that an “Approved Person must address all existing or potential material conflicts of interest between the Approved Person and the client in a fair, equitable and transparent manner, and *consistent with the best interests of the client or clients.*” (italics added) Subsection 42.2(3) states that “[a]ny existing or potential material conflict of interest between the Approved Person and the client that cannot be addressed in a fair, equitable and transparent manner, and *consistent with the best interests of the client or clients,* must be avoided.” (italics added) Although IIROC has stated that its intention is not to create a fiduciary duty, the conflict of interest rule applicable to Approved Persons suggests a higher standard than the rule applicable to the Dealer Member (which only requires “considering” the client’s best interest).

IIROC believes that it does impose a higher standard intended to “strengthen investor protection.”

In response to the IIROC consultation on the changes adopted to its rules, a number of comments were made with respect to the costs versus the benefits of the proposed amendments. In response to those comments, IIROC staff stated as follows:

“Although it is difficult to quantify with any degree of precision, comments received from investors indicate that a significant benefit of these proposals will be to enhance investors protection through greater disclosure of account relationship, firm/advisor conflict of interest and account performance information and through more frequent assessment of the suitability of the account assets. IIROC staff have received considerable input on cost issues throughout the rule-making process. We believe that we understand and have fully considered the cost issues noted in the comments. Wherever possible, IIROC has developed its proposals to achieve the investor protection goals of the CRM project while minimizing the potential implementation costs and ongoing costs of compliance.”⁵⁶

The MFDA’s rules on conflicts of interest are similar to IIROC’s.⁵⁷

Other Requirements Applicable to Advisers and Dealers

There are a number of additional principle-based and rule-based requirements under securities law currently applicable to advisers and dealers that directly affect the client relationship, including:

(i) Relationship disclosure information⁵⁸

Advisers and dealers must provide clients with all information that a reasonable investor would consider important about their relationship with the adviser/dealer. This includes all costs for the client of operating the account, the costs that the client will incur in buying, holding and selling investments, and the compensation paid to the adviser or dealer for securities purchased through the adviser or dealer.

(ii) Referral arrangement disclosure⁵⁹

Advisers and dealers must disclose to their clients details about all referral arrangements, whether or not they relate to the firms’ regulated activities.

⁵⁶ *Supra* note 53 at 17-18.

⁵⁷ See section 2.1.4 of the rules of the MFDA (MFDA, *Rules*, online: <http://www.mfda.ca/regulation/rules.html>).

⁵⁸ Regulation 31-103, *supra* note 4 at Division 2 of Part 14.

⁵⁹ *Ibid.* at Division 3 of Part 13.

(iii) Dispute resolution service⁶⁰

Advisers and dealers must document, and effectively and fairly respond to, each complaint made about any product or service offered by the firm or its representatives and ensure that independent dispute resolution services or mediation services are made available to a client at the firm's expense.⁶¹

(iv) Compensation and incentive restrictions for most mutual funds⁶²

For most mutual funds, there are restrictions and prohibitions on practices related to commissions, trailing commissions and internal dealer incentive practices, such as prohibitions against volume-based increases in commission rates paid by mutual funds to their participating dealers.

5) RECENT DEVELOPMENTS IN THE U.S., U.K., AUSTRALIA AND THE E.U.

Recent developments in the U.S., U.K., Australia and the E.U. regarding the investment advisory relationship are relevant to the issues discussed in this Consultation Paper. All four jurisdictions have either implemented, or are proposing to implement, a qualified statutory best interest standard. The following is a general description of the initiatives in each jurisdiction.

United States

As mandated by the *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act)*,⁶³ staff of the SEC released a report on January 21, 2011, summarizing the findings of a study it conducted of the obligations of brokers,⁶⁴ dealers,⁶⁵ and investment advisers⁶⁶ (the **SEC Study**).⁶⁷ The SEC Study was meant to inform the SEC's decision whether

⁶⁰ *Ibid.* at Division 5 of Part 13.

⁶¹ Note that this requirement (which does not apply in Québec by reason of the existing regime in that jurisdiction) is not yet in force for firms that were registered on the date that Regulation 31-103 came into force. See CSA Staff Notice 31-330 *Omnibus/Blanket Orders Extending Certain Transition Provisions Relating to the Investment Fund Manager Registration Requirement and the Obligation to Provide Dispute Resolution Services* (July 5, 2012), online: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2012/2012juil05-31-330-avis-acvm-en.pdf>.

⁶² See *Regulation 81-105 respecting Mutual Fund Sales Practices*, *Bulletin hebdomadaire of the Commission des valeurs mobilières du Québec*, vol. XXXII, n° 22 (June 1, 2001).

⁶³ H.R. 4173, 111th Cong. (2010).

⁶⁴ A "broker" is anyone engaged, as agent, in the business of effecting transactions in securities for the account of others.

⁶⁵ A "dealer" is anyone engaged, as principal, in the business of buying and selling securities for a person's own account through a broker or otherwise. The term "broker-dealer" is often used because of the frequent overlap of their duties.

⁶⁶ An "investment adviser" is anyone who, for compensation, engages in the business of advising others as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities.

⁶⁷ Securities and Exchange Commission (Staff), *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers - As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (January 2011), online: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>.

to introduce a statutory, uniform best interest standard on broker-dealers and advisers when providing personalized investment advice about securities to retail investors.

Currently, all U.S. investment advisers are subject to a fiduciary standard (note that investment advisers exclude any broker or dealer whose performance of such services is solely incidental to the conduct of her business as a broker or dealer and who receives no special compensation as a result thereof).⁶⁸ In contrast, broker-dealers are generally subject to a suitability standard, along with a broader duty of fair dealing and other requirements.⁶⁹ While broker-dealers are generally not subject to a fiduciary duty under federal securities laws, courts have found broker-dealers to have a fiduciary duty under certain circumstances. Generally, courts have held that broker-dealers that exercise discretion or control over customer assets, or have a relationship of trust and confidence with their customers, owe customers a fiduciary duty.⁷⁰

In the SEC Study, staff noted that investment advisers and broker-dealers are regulated extensively under different regulatory regimes. However, many retail investors do not understand and are confused by the roles played by investment advisers and broker-dealers. SEC staff noted that many investors are also confused by the standards of care that apply to investment advisers and broker-dealers when providing personalized investment advice about securities. The SEC Study further stated that retail investors should not have to parse through legal distinctions to determine the type of advice they are entitled to receive. Instead, retail customers should be protected uniformly when receiving personalized investment advice about securities regardless of whether they choose to work with an investment adviser or a broker-dealer. At the same time, SEC staff noted that retail investors should continue to have access to the various fee structures, account options, and types of advice that investment advisers and broker-dealers provide.⁷¹

Based on the comments it received as well as research that it commissioned prior to the financial crisis, the SEC staff recommended in the SEC Study that the SEC establish a fiduciary standard that is at least as stringent as the current fiduciary standard applicable to investment advisers under the Advisers Act. The SEC Study recommended that the uniform fiduciary standard of conduct:

“for all brokers, dealers, and investment advisers, when providing *personalized investment advice about securities to retail customers* (and such other customers as the Commission may by rule provide), shall be to act in the *best interest of the customer*

⁶⁸ Although the *Investment Advisers Act of 1940* (the **Advisers Act**) does not use the word “fiduciary” or the phrase “best interest” to apply to the standard of conduct to which an investment adviser is held, the U.S. Supreme Court has held that an investment adviser in fact has a fiduciary duty; see, e.g., Michael V. Seitzinger (Congressional Research Service), *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Standards of Conduct of Brokers, Dealers, and Investment Advisers* (August 19, 2010), online: www.fas.org/sgp/crs/misc/R41381.pdf, for additional detail.

⁶⁹ See SEC Study, *supra* note 67 at 46-83. We note that the fair dealing obligation on broker-dealers is not statutory in that it is derived from the antifraud provisions of the U.S. federal securities laws. This suggests that there are technically no equivalent statutory provisions to the statutory provisions currently in place in Canada.

⁷⁰ *Ibid.*, 54-55.

⁷¹ SEC, *Press Release 2011-20: SEC Releases Staff Study Recommending a Uniform Fiduciary Standard of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers* (January 22, 2012), online: <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-20.htm>.

without regard to the financial or other interest of the broker, dealer, or investment adviser providing the advice.” (italics added)

SEC staff made a number of other implementation-related recommendations in the SEC Study related to its recommended best interest standard, including that its Commission should:

- prohibit certain conflicts and facilitate the provision of uniform, simple and clear disclosures to retail investors about the terms of their relationships with broker-dealers and investment advisers, including any material conflicts of interest;
- address through interpretive guidance and/or rulemaking how broker-dealers should fulfill the uniform fiduciary standard when engaging in principal trading;
- consider specifying uniform standards for the duty of care owed to retail investors, through rulemaking and/or interpretive guidance (minimum baseline professionalism standards could include, for example, specifying what basis a broker-dealer or investment adviser should have in making a recommendation to an investor);
- engage in rulemaking and/or issue interpretive guidance to explain what it means to provide “personalized investment advice about securities”; and
- consider additional investor education outreach as an important complement to the uniform fiduciary standard.⁷²

The SEC Study also included some detailed yet preliminary cost-benefit analysis.⁷³

The release of the SEC Study was not without controversy. Two Republican SEC Commissioners jointly published a statement criticizing what they viewed as the SEC Study’s analytical shortcomings, citing in particular a lack of (i) evidence of investor harm caused by the current regulatory regime, and (ii) a reasonable cost-benefit analysis of imposing the proposed standard.⁷⁴

Reaction in the U.S. to the possibility of a statutory best interest standard has been mixed. On one hand, the main U.S. securities self-regulatory organization (the Financial Industry Regulatory Authority (**FINRA**)) as well as key industry organizations (e.g. Securities Industry and Financial Markets Association (**SIFMA**) and the Investment Adviser Association (**IAA**)) all *support* the introduction of a uniform best interest standard of conduct for broker-dealers and investment advisers when providing personalized investment advice about securities to retail customers.⁷⁵ On the other hand, FINRA and SIFMA (but not the IAA) also vigorously argue that such a standard should be *applied differently* to broker-dealers and investment advisers to take into account their different business models and, at least in the case of broker-dealers, to allow the standard to be modified in part by the contract between the broker-dealer and the

⁷² SEC Study, *supra* note 67 at vii.

⁷³ *Ibid.* at Part V.

⁷⁴ SEC, *Statement by SEC Commissioners: Statement Regarding Study On Investment Advisers And Broker-Dealers* (January 21, 2012), online: <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch012211klctap.htm>.

⁷⁵ See, e.g., <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@guide/documents/industry/p121983.pdf>, <http://www.sifma.org/issues/private-client/fiduciary-standard/position/>, and <http://www.sec.gov/comments/4-606/4606-2563.pdf> (**IAA Letter**).

client.⁷⁶ They argue that it would be a mistake to simply export to broker-dealers the regulatory scheme currently applied to investment advisers. This concern was also articulated by one of the namesakes of the Dodd-Frank Act, Congressman Barney Frank, in his own letter to the SEC on May 31, 2011.⁷⁷ The IAA and other U.S. stakeholders have been critical of the position taken by FINRA and SIFMA, essentially suggesting that they are encouraging a watered-down, less authentic fiduciary standard.⁷⁸

One of the reasons why broker-dealers are sensitive about how a fiduciary duty would apply to them in practice relates to the uncertainty regarding whether such a duty would restrict or prohibit certain of their current transaction-based compensation practices. This uncertainty was reinforced by the Dodd-Frank Act, which explicitly provides that the receipt of commission-based compensation, or other standard compensation, for the sale of securities would not, in and of itself, violate the uniform fiduciary standard of conduct applied to a broker-dealer;⁷⁹ however, the Dodd-Frank Act also states that the SEC can prohibit or restrict certain sales practices, conflicts of interest and compensation schemes for brokers, dealers and investment advisers that the SEC deems contrary to the public interest and the protection of investors.⁸⁰ In response, a group of leading consumer and adviser industry organizations supporting a uniform fiduciary duty provided the SEC with a roadmap for resolving the debate about how to create a uniform statutory fiduciary duty.⁸¹ This roadmap was noteworthy for various reasons, not least because the organizations recognized the possibility of broker-dealers maintaining many of the compensation practices currently in place even if a fiduciary duty was imposed.

The best interest standard as recommended in the SEC Study provides an example of a foreign regulator developing a qualified best interest standard applicable to advisers and dealers:

- First, it would only apply to firms when they provide “personalized investment advice”⁸² and not in other interactions between a firm and its client. SEC staff believes that such a definition, at a minimum, should encompass the making of a “recommendation” as developed under applicable broker-dealer regulation and should not include “impersonal investment advice” as developed under the Advisers Act.⁸³

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ <http://media.advisorone.com/advisorone/files/ckeditor/Barney%20Frank%20Letter.pdf>.

⁷⁸ IAA Letter, *supra* note 75.

⁷⁹ *Dodd-Frank Act*, *supra* note 63 at s. 913.

⁸⁰ *Ibid.*, para. 913(h)(2).

⁸¹ <http://www.consumerfed.org/pdfs/SIFMA-FrameworkResponse3-29-12.pdf>.

⁸² SEC staff states that it “recommends that the Commission engage in rulemaking and/or issue interpretive guidance to define and/or interpret ‘personalized investment advice about securities’ to provide clarity to broker-dealers, investment advisers, and retail investors. SEC staff believes that such a definition at a minimum should encompass the making of a ‘recommendation,’ as developed under applicable broker-dealer regulation, and should not include ‘impersonal investment advice’ as developed under the Advisers Act. Beyond that, the Staff believes that the term also could include any other actions or communications that would be considered investment advice about securities under the Advisers Act (such as comparisons of securities or asset allocation strategies), except for ‘impersonal investment advice’ as developed under the Advisers Act.” SEC Study, *supra* note 67 at 27.

⁸³ The SEC has defined some services that investment advisers may provide as “impersonal investment advice,” which means “investment advisory services provided by means of written material or oral statements that do not purport to meet the objectives or needs of specific individuals or accounts”: *ibid.* at 123.

- Second, it would only apply to retail investors, which would be defined as natural persons using investment advice primarily for personal, family, or household purposes.
- Third, although there is a request from industry in the U.S. to clarify this,⁸⁴ the duty would only apply to broker-dealers when the advice is provided and thus would likely not constitute an on-going duty with respect to advice previously given.

Although rulemaking in this area seems to remain a priority for SEC staff (the draft rule was originally supposed to be published in the spring of 2011), the SEC has been significantly delayed in releasing a rule because of its attempts to conduct a robust cost-benefit analysis at this stage. As part of this process, the SEC is planning to ask investment advisers and others to provide data about the costs and benefits of the recommended best interest standard.⁸⁵ It is unclear at this time when the SEC will move forward on this initiative.

Recent U.S. Research Studies on the Possible Impact of a Fiduciary Duty Standard

There are two prominent studies that have attempted to determine the impact that a statutory fiduciary duty would have when applied to broker-dealers in the U.S.

The first study, published in October 2010 and entitled *Standard of Care Harmonization: Impact Assessment for SEC*, was commissioned by SIFMA and conducted by Oliver Wyman (the **SIFMA Study**).⁸⁶ The SIFMA Study was meant to examine the likely impact of the wholesale adoption of the Advisers Act for all brokerage activity in the U.S. Oliver Wyman collected data from a broad selection of retail brokerage firms to assess the impact of significant changes to the existing standard of care for broker-dealers and investment advisers. A total of 17 firms provided data. These firms serve 38.2 million households and manage \$6.8 trillion in client assets. According to Oliver Wyman, that means that its study captures approximately 33% of households and 25% of retail financial assets in the U.S.⁸⁷

According to the SIFMA Study, retail investors would experience “reduced product and service availability and higher costs” under a uniform standard of care for investment advisers and broker-dealers “that does not appropriately recognize the important distinctions among business models.”⁸⁸ In particular, the SIFMA Study stated that a uniform standard of care for investment advisers and broker-dealers would lead to reduced access to:

- an investor’s preferred investment and advisory model;
- investment products distributed primarily through broker-dealers; and

⁸⁴ See <http://thomsonreuters.com/content/corporate/docs/informer-article.pdf> at page 43 and SIFMA’s May 2012 letter to the SEC (<http://www.sec.gov/comments/4-606/4606-2977.pdf> in Scenario 2 of Appendix A.

⁸⁵ See, e.g., Liz Skinner, “SEC wants industry data as it shapes fiduciary proposal” *Investment News* (February 24, 2012), online: <http://www.investmentnews.com/article/20120224/FREE/120229945>.

⁸⁶ Oliver Wyman, *Standard of Care Harmonization - Impact Assessment for SEC* (October 2010), online: <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=21999>.

⁸⁷ *Ibid.* at 3.

⁸⁸ SIFMA, *Press Release: Study Shows Negative Impact on Retail Investors if Fiduciary Standard Does Not Recognize Different Business Models* (November 1, 2010), online: <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=21910>.

- the most affordable investment options.

In sum, the SIFMA Study concludes that the wholesale adoption of the Advisers Act for all brokerage activity is likely to have a negative impact on consumers (particularly smaller investors) across each of the following dimensions: choice, product access, and affordability of advisory services.

The second study, published in March 2012 and entitled *The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice*, was sponsored by the Roger and Brenda Gibson Family Foundation, Fi360, the Committee for the Fiduciary Standard, and the Financial Planning Association and was conducted by Michael Finke (Texas Tech University) and Thomas Patrick Langdon (Roger Williams University) (the **Academic Study**).⁸⁹ The Academic Study summarises the results of the authors' study of the impact and effect of a fiduciary duty on U.S. broker-dealers and their relationship with clients. The study is based on the fact that a fiduciary duty is already imposed on broker-dealers under state law in four different U.S. states.

As discussed above, the SEC Study recommended the adoption of a uniform fiduciary standard for investment advisers and broker-dealers advising retail customers. The authors were trying to determine what impact this would have on broker-dealers. The Academic Study describes the study undertaken by the authors and the conclusions reached as follows:

“This study explores the regulation of registered representatives of broker-dealers in order to estimate whether the proposed application of a universal fiduciary standard will have a significant impact on the financial adviser industry. We take advantage of differences in the application of a fiduciary standard to representatives among states in order to test whether representatives already subject to a stricter fiduciary requirement are affected by the higher standard. We conduct a survey of 207 representatives within the four states that apply a strict fiduciary standard and the 14 states that apply no fiduciary standard and find no statistical differences between the two groups in the percentage of lower-income and high-wealth clients, the ability to provide a broad range of products including those that provide commission compensation, the ability to provide tailored advice, and the cost of compliance.

...

Empirical results provide no evidence that the broker-dealer industry is affected significantly by the imposition of a stricter legal fiduciary standard on the conduct of registered representatives. The opposition of the industry to the application of stricter regulation suggests that agency costs that exist when brokers are regulated according to suitability are significant. Imposition of a universal fiduciary standard among financial advisers may result in a net welfare gain to society, and in particular to consumers who are ill equipped to reduce

⁸⁹ Michael S. Finke & Thomas Patrick Langdon, *The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice* (March 9, 2012), online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019090.

agency costs on their own by more closely monitoring an adviser with superior information, although this will likely occur at the expense of the broker-dealer industry. These results provide evidence that the industry is likely to operate after the imposition of fiduciary regulation in much the same way it did prior to the proposed change in market conduct standards that currently exist for brokers.”

In sum, the Academic Study concludes that “[e]mpirical results provide no evidence that the broker-dealer industry is affected significantly by the imposition of a stricter legal fiduciary standard on the conduct of registered representatives.” In part, that is because broker-dealers are already subject to suitability requirements that have the effect of imposing significant costs on the industry.

United Kingdom

Since late 2007, all U.K. securities firms (whether advising or dealing) have been subject to a statutory requirement to “act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients.”⁹⁰ Our understanding is that the U.K. Financial Services Authority (**FSA**) interprets this standard as not an absolute requirement for advisors to act in accordance with the best interests of their clients (and thus not a “pure” best interest standard) but rather a qualified standard. The FSA’s fundamental principles for investment firms support the conclusion that the FSA’s best interest standard is not an unqualified fiduciary duty standard.⁹¹ Instead, it is qualified to accommodate the various business models of the U.K. investment advisory industry.

In addition to the U.K. qualified best interest standard, rules focused on various tiers of advice that retail clients can be offered have been finalized and are awaiting introduction. In June 2006, the FSA launched its “Retail Distribution Review” (**U.K. Reforms**) with a view to examining how investments were distributed to retail consumers in the U.K.⁹²

In the course of its review, the FSA identified various long-running problems that affected the quality of advice and consumer outcomes, as well as confidence and trust, in the U.K. investment market. Specifically, the FSA was concerned that:

- The ways in which firms that advise on investment products describe their services to consumers was unclear;

⁹⁰ U.K. Financial Services Authority, *Conduct of Business Sourcebook*, online: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS> at s. 2.1.1. This requirement was introduced in 2007 as part of the broader E.U.’s *Markets in Financial Instruments Directive*. For additional information about this directive and the proposed reforms thereof that are underway, see the section below in this part of the Consultation Paper on the proposed European Union reforms.

⁹¹ Further support can be found in the request by the U.K.’s leading investor protection group for advisers and dealers to be made subject to a fiduciary duty: see <http://www.fs-cp.org.uk/publications/pdf/fiduciary-duty.pdf>. The Financial Services Consumer Panel (**FSCP**) is established by the FSA under the *Financial Services and Markets Act* to represent the interests of consumers. The FSCP is independent of the FSA and can speak out publicly on issues where it considers this appropriate. See also John Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Final Report* (July 2012), online: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>.

⁹² See FSA, Retail Distribution Review Website, online: <http://www.fsa.gov.uk/rdr>.

- The professional standards required of investment advisers were too low; and
- There was significant potential for adviser remuneration to distort consumer outcomes.

The U.K. reforms have introduced various rules focused specifically on retail investors, including:

(i) Clearer tiers of advice. Retail investors can be offered two broad tiers of advice:

- *Independent advice* is advice that considers all products and providers that could meet an investor's needs and is thus free from any restrictions or bias when making recommendations. Firms providing such advice must (a) consider a broader range of products (retail investment products), (b) provide unbiased and unrestricted advice based on a comprehensive and fair analysis of the relevant market, and (c) inform its clients, before providing advice, that it provides independent advice (i.e., advice without restrictions or qualifications).⁹³
- *Restricted advice* is advice that is restricted in some way (e.g. by offering only proprietary products or certain kinds of products). Firms providing restricted advice must disclose in writing and orally, before providing advice, that they provide restricted advice and explain the nature of the restriction. "Basic advice"⁹⁴ and "simplified advice"⁹⁵ are specific forms of advice within the broader restricted advice category.

(ii) Prohibition on embedded commissions. Advisors that offer independent or most kinds of restricted advice (but not "basic advice"⁹⁶) must set their own charges in an agreement with their retail investor clients before they identify suitable products for the customer. Product providers will be banned from offering pre-determined levels of commission to independent and restricted advisors. However, the cost of the advisory services can be incorporated into payments made by the client for the financial product purchased.

(iii) Professionalism. Advisors will need to:⁹⁷

- subscribe to a code of ethics;
- hold an appropriate qualification;
- carry out at least 35 hours of continuing professional development a year; and

⁹³ See FSA, *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice – finalized guidance* (June 2012), online: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/fg12-15.pdf>.

⁹⁴ Basic advice is a short, simple form of financial advice where advisors use pre-scripted questions to identify the investor's financial priorities and decide whether a product from within their range of low-cost, highly regulated saving and investment "stakeholder products" is suitable for the customer.

⁹⁵ *Supra* note 93 at 8.

⁹⁶ *Ibid.*

⁹⁷ See, e.g., <http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr/firms/professionalism>.

- hold a Statement of Professional Standing from an accredited body.

These standards will be maintained and enforced by the FSA. If existing advisers do not meet these standards they will not be able to make personal recommendations to retail customers from January 1, 2013.⁹⁸

Significant cost-benefit and market impact analysis of the U.K. Reforms was conducted by the FSA and external consultants.⁹⁹ The FSA has indicated it will be conducting a post-implementation review of the U.K. Reforms.¹⁰⁰

The FSA provides another example of how a foreign regulator has developed a qualified approach:

- First, our understanding is that the FSA's best interest standard is not an absolute requirement for advisors to act in accordance with the best interests of their clients (and thus not a "pure" best interest standard) but rather a qualified standard.
- Second, depending on the nature of the advice provided to retail investors (independent or restricted), advisors will be subject to a tailored suite of regulatory requirements.

The UK Reforms will come into effect on January 1, 2013, and will apply to all advisors in the retail investment market, regardless of the type of firm for which they work (e.g. banks, product providers, independent financial advisers or wealth managers).¹⁰¹

Australia

In November 2009, the Australian Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services released a report that (i) examined the high-profile collapse of two Australian securities firms, and (ii) made several recommendations for regulatory changes (the **JPC Report**).¹⁰² The JPC Report found that stricter regulation of financial advisers was required and put forward 11 recommendations, including a recommendation that a fiduciary duty be imposed on advisers that would require them to place their clients' interests ahead of their own.

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ See, e.g., FSA, *Distribution of retail investments: Delivering the RDR - feedback to CP09/18 and final rules* (March 2010), online: http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps10_06.pdf at Part 6; Deloitte LLP, *Firm Behaviour and Incremental Compliance Costs: Research for the Financial Services Authority*, dated May 14, 2009, online: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fbicc.pdf>; Oxera, *Retail Distribution Review Proposals: Impact on Market Structure and Competition*, Prepared for the Financial Services Authority, dated Mar. 2010, online: http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/oxera_rdr10.pdf.

¹⁰⁰ FSA, *RDR post-implementation review - Measuring progress and impact* (November 2011), online: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/RDR-baseline-measures.pdf>.

¹⁰¹ <http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr/firms>.

¹⁰² Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services, *Inquiry into financial products and services in Australia* (November 2009), online: http://www.aph.gov.au/binaries/senate/committee/corporations_ctte/fps/report/report.pdf.

Currently, the Australian *Corporations Act 2001 (Corporations Act)*¹⁰³ sets out a number of conditions or obligations applying to securities licence holders and their representatives, including the obligation to provide relevant financial services efficiently, honestly and fairly.¹⁰⁴ In addition, advisors providing personal financial advice must ensure that there is a reasonable basis for that advice, often referred to as the 'suitability rule'.¹⁰⁵ Subsection 945A(1) of the Corporations Act stipulates that:

- (1) The providing entity must only provide the advice to the client if:
 - (a) the providing entity:
 - (i) determines the relevant personal circumstances in relation to giving the advice; and
 - (ii) makes reasonable inquiries in relation to those personal circumstances; and
 - (b) having regard to information obtained from the client in relation to those personal circumstances, the providing entity has given such consideration to, and conducted such investigation of, the subject matter of the advice as is reasonable in all of the circumstances; and
 - (c) the advice is appropriate to the client, having regard to that consideration and investigation.

In other words, the adviser must know their client, know the product and/or the strategy they are recommending, and ensure that the product and/or strategy is appropriate to the clients' particular needs. This standard does not require that personal advice needs to be 'ideal, perfect or best'.¹⁰⁶

As a result of the findings and recommendations from the JPC Report, on April 26, 2010, the Australian Government announced its "Future of Financial Advice" reform initiative.¹⁰⁷ This initiative culminated in two separate bills¹⁰⁸ passed by the Australian government in late June 2012 that contain three key reforms (**Australian Reforms**):

- **Introduction of a qualified best interest standard.** The Australian Reforms introduce a statutory best interest standard for advisors requiring them, when providing personal advice¹⁰⁹ to retail clients,¹¹⁰ to act in the best interests of their clients and to place the

¹⁰³ Cth.

¹⁰⁴ *Ibid.* at paragraph 912A(1)(a).

¹⁰⁵ This summary of the current standard of conduct for advisers in Australia was taken from JPC Report, *supra* note 102 at paras. 2.20 and 2.21.

¹⁰⁶ *Ibid.* at para. 2.21.

¹⁰⁷ See <http://futureofadvice.treasury.gov.au/Content/Content.aspx?doc=home.htm>.

¹⁰⁸ *Corporations Amendment (Future of Financial Advice) Bill 2012*

(http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r4689) (**FoFa Bill 1**); *Corporations Amendment (Further Future of Financial Advice Measures) Bill 2012*

(http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r4739) (**FoFA Bill 2**).

¹⁰⁹ Currently in Australia, a "recommendation or a statement of opinion, or a report of either of those things constitutes financial product advice if:

interests of their clients ahead of their own. The duty would include a prescribed reasonable steps “safe harbour”¹¹¹ so that advisers are only required to take reasonable steps to discharge the duty. In addition, according to draft guidance published by the Australian Securities and Investments Commission (ASIC),¹¹² ASIC considers that the concept of leaving the client in a better position is key in determining whether the best interest duty has been complied with.¹¹³ Whether the advice provider has in fact left the client in a better position should be assessed objectively, based on the facts existing at the time the advice is provided and by reference to the subject matter of the advice sought by the client.¹¹⁴

The best interest standard (and associated “safe harbour”) was also explicitly designed to accommodate “scaled” advice. In the context of the Australian Reforms, scaled advice is advice that only considers a specific issue (for example, single issue advice on retirement planning) whereas “holistic” or comprehensive advice looks at all the financial circumstances of the client.¹¹⁵ For example:

“the client might prefer to receive more targeted advice on a matter that is particularly concerning them rather than comprehensive advice. As long as the provider acts reasonably in this process and bases the decision to narrow the subject matter of the advice on the interests of the client, the provider will not be in breach of their obligation to act in the client’s best interests. The scaling of advice by the provider must itself be in the client’s best interests, especially since

-
- (a) it is, or could reasonably be regarded as being, intended to influence a person or persons in making a decision about a particular financial product or class of financial products, or an interest in a particular financial product or class of financial products (s766B); and
 - (b) it is not exempted from being a financial service (e.g. where reg 7.1.29 of the Corporations Regulations 2001 (Corporations Regulations) applies).”

Financial advice triggers suitability obligation. See ASIC Regulatory Guide 175, pages 8 and 34

[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg175-010411.pdf/\\$file/rg175-010411.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg175-010411.pdf/$file/rg175-010411.pdf)

¹¹⁰ In Australia, there are current rules setting out minimum investment (AUS\$500,000), income (AUS\$250,000) and net asset (AUS\$2.5 million) thresholds under which investors are considered “retail clients” (See Australian Government, *Wholesale and Retail Clients - Future of Financial Advice* (January 2011), online:

http://futureofadvice.treasury.gov.au/content/consultation/wholesale_retail_OP/downloads/Wholesale_and_Retail_Options_Paper.pdf at para. 2.3 and para. 2.5.)

¹¹¹ Corporations Act, s.961B(2).

¹¹² ASIC, *Consultation Paper 182: Future of Financial Advice: Best interests duty and related obligations—Update to RG 175* (August 2012), online: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP182-published-9-August-2012.pdf/\\$file/CP182-published-9-August-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP182-published-9-August-2012.pdf/$file/CP182-published-9-August-2012.pdf).

¹¹³ *Ibid.* at 37-38.

¹¹⁴ *Ibid.* at 39.

¹¹⁵ Australian Parliament, *Revised Explanatory Memorandum - Corporations Amendment (Further Future of Financial Advice Measures) Bill 2012*, online:

http://parlinfo.aph.gov.au/parlInfo/download/legislation/ems/r4739_ems_c1902f04-f76c-455d-87bf-763755860827/upload_pdf/368171rem.pdf;fileType=application%2Fpdf at para. 1.34 (**Revised Explanatory Memorandum**).

For additional explanation and guidance, see ASIC, *Consultation Paper 183: Giving information, general advice and scaled advice* (August 2012), online:

[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP183-published-9-August-2012.pdf/\\$file/CP183-published-9-August-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/CP183-published-9-August-2012.pdf/$file/CP183-published-9-August-2012.pdf).

the client's instructions may at times be unclear or not appropriate for his or her circumstances."¹¹⁶

The Australian Reforms require that if, in considering the subject matter of the advice sought, it would be reasonable to consider recommending a financial product, the advice provider must (i) conduct a reasonable investigation into the financial products that might achieve the objectives and meet the needs of the client that would reasonably be considered as relevant to advice on that subject matter, and (ii) assess the information gathered in this investigation.¹¹⁷ This "reasonable investigation" does not require an investigation into every financial product available;¹¹⁸ however, it would include any specific financial products that the client requests the advice provider to consider in her or his advisory analysis.¹¹⁹

- **Prohibition on embedded commissions.** The Australian Reforms contain a broad, comprehensive ban on conflicted remuneration structures involving retail investors, including commissions and any form of volume based payment. In addition, percentage-based fees (known as assets under management fees) can be charged only on unleveraged products or investment amounts.
- **Investor payment to adviser.** The Australian Reforms include the introduction of an adviser payment regime, which retains a range of flexible options through which consumers can pay for advice and includes a requirement for retail clients to agree to the fees and to annually renew (by opting in) an adviser's continued services.

Significant cost-benefit and market impact analysis of the Australian Reforms were conducted by ASIC and external consultants.¹²⁰

The Australian Reforms provide another example of how a foreign regulator has developed a qualified best interest standard applicable to intermediaries that provide advice:

- First, the best interest duty only applies to advisors when dealing with retail clients.
- Second, the standard is balanced with a statutory safe harbour that clarifies that the advisor does not need to provide perfect advice¹²¹ and does not need to canvass the whole universe of products.¹²²

¹¹⁶ Revised Explanatory Memorandum, *ibid.*

¹¹⁷ FoFA Bill 2, *supra* note 108 at para. 961B(2)(e).

¹¹⁸ Revised Explanatory Memorandum, *supra* note 115 at para. 1.41. The advice provider is expected to exercise professional judgement to determine whether this requires going beyond the provider's approved product list (if the provider operates using such a list). This will ultimately depend on the nature and range of products on their approved product list and the needs and objectives of the specific client: *ibid.*

¹¹⁹ FoFA Bill 2, *supra* note 108 at para. 961D(2).

¹²⁰ Rice Warner Actuaries, *The Financial Advice Industry Post FoFA*, study commissioned by Industry Super Network (January 2012), online:

<https://senate.aph.gov.au/submissions/committees/viewdocument.aspx?id=72479870-5146-4b8e-9688-35734f9592d4>; see also Revised Explanatory Memorandum, *supra* note 115 at chapter 3.

¹²¹ *Supra* note 112 at para. 29.

The Australian government introduced the reform bills in the fall of 2011 and established a hard deadline of July 1, 2012, as its effective date. However, since the legislation only received royal assent on June 27, 2012, there is 12-month transition period, giving firms the option to voluntarily comply with the reforms before they are made mandatory on July 1, 2013.¹²³

European Union

Since November 2007, all firms based in E.U. member states (whether advising or dealing) have been subject to a statutory requirement to “act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients.”¹²⁴ This requirement was introduced as part of the E.U.’s *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*.¹²⁵ MiFID has been in force since November 2007 and is the cornerstone of the E.U.’s regulation of financial markets.

On October 20, 2011, the European Commission adopted a legislative proposal for the revision of MiFID. The proposals take the form of a revised directive¹²⁶ and a new regulation¹²⁷ which together are commonly referred to as “MiFID II” (the **E.U. Reforms**). The new proposals are designed to take into account developments in the trading environment since the implementation of MiFID in 2007, including advances in technology and gaps in transparency to investors and regulators. Specific proposals involving a standard of conduct for intermediaries include:

- Firms providing investment advice will be required to disclose whether (i) the advice is provided on an independent basis, (ii) it is based on a broad or more restricted analysis of the market, and (iii) the firm will provide the client with an on-going assessment of the suitability of the recommended financial instruments.¹²⁸ In order to qualify as “advice provided on an independent basis”, the firm must meet certain requirements, such as:
 - assessing a sufficiently large number of financial instruments available in the market. The financial instruments should be diversified with regard to their type and issuers or product providers and should not be limited to financial instruments issued or provided by entities having close links with the investment firm,¹²⁹ and

¹²² *Supra* note 115 at para. 1.41.

¹²³ FoFa Bill 1, *supra* note 108 at division 7; FOFA Bill 2, *supra* note 108 at part 10.18.

¹²⁴ Article 19(1) of MiFID, *infra* note 125 below.

¹²⁵ Directive on Markets and Financial Instruments, Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, (OJ (2004) L145/1 (April 30, 2004)), online: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF>.

¹²⁶ European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council* (October 20, 2011), online : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF>.

¹²⁷ European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories* (October 20, 2011), online : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:EN:PDF>.

¹²⁸ MiFID II, *supra* note 126 at Article 24(3).

¹²⁹ *Ibid.* at Article 24(5).

- not accepting or receiving fees, commissions or any monetary benefits paid or provided by any third party or a person acting on behalf of a third party in relation to the provision of the service to clients;¹³⁰
- Municipalities and other local authorities do not qualify as professional investors and thus would be afforded more protection;¹³¹ and
- The exception to the know-your-customer requirement for execution-only business will be narrowed with respect to the categories of qualifying financial instruments.¹³²

Significant cost-benefit and market impact analysis of the E.U. Reforms were conducted by the European Commission and external consultants.¹³³

The E.U. Reforms are now with the European Parliament and the Council of the European Union for discussion. Although a final agreement between the legislative bodies on the Level I proposals is expected by the end of 2012, implementation of MiFID II is not expected until at least 2015.¹³⁴

6) KEY INVESTOR PROTECTION CONCERNS WITH THE CURRENT STANDARD OF CONDUCT IN CANADA

CSA staff has identified the following five key investor protection concerns with the current standard of conduct applicable to advisers and dealers in Canada. The applicability and significance of each concern in each CSA jurisdiction likely depends on the existing standard of conduct existing in each CSA jurisdiction.

Concerns At-a-Glance

- 1) There may be an inadequate principled foundation for the standard of conduct owed to clients.
- 2) The current standard of conduct may not fully account for the information and financial literacy asymmetry between advisers and dealers and their retail clients.
- 3) There is an expectation gap because investors incorrectly assume that their adviser/dealer must always give advice that is in their best interests.
- 4) Advisers/dealers must recommend suitable investments but not necessarily investments that are in the client's best interests.
- 5) The application in practice of the current conflicts of interest rules

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ *Ibid.* at 3.4.8.

¹³² *Ibid.* at Article 25(3).

¹³³ *Supra* note 127 at pages 4-5.

¹³⁴ See, generally, <http://www.fsa.gov.uk/about/what/international/mifid>.

might be less effective than intended.

These concerns are more fully discussed below.

- **Concern 1: Principled foundation**

This concern is whether the current standard of conduct of advisers and dealers in respect of their clients is based on the most principled foundation. Some commentators believe that the principle underlying the current statutory standard of conduct is that advisory services are just like any other business transaction or interaction where the principles of “buyer beware”, supported by prescriptive prohibitions and key disclosure requirements, are sufficient.

However, advice for investing in securities is arguably *not* just like any other business transaction or interaction (certainly when advisers and dealers are advising retail investors) because:

- many investors place substantial trust, confidence and reliance on the financial advice they receive (see further discussion below on this point),
- there is often information and financial literacy asymmetry between advisers/dealers and their clients (see further discussion below on this point),
- these issues are compounded by the increasing complexity of financial products and the fact that many financial products must be “sold” to, not “bought” by, investors,¹³⁵
- adviser and dealer compensation arrangements can create a conflict of interest between the interests of advisers and dealers and their clients, and
- amounts invested often constitute a major portion of investors’ wealth and responsibility for funding the costs of living during old age is shifting more to investors.¹³⁶

¹³⁵ See, e.g., Henry T.C. Hu, “Too Complex to Depict? Innovation, ‘Pure Information,’ and the SEC Disclosure Paradigm”, *Texas Law Review*, Vol. 90, No. 7, 2012, online:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083708&download=yes; see also Stephen Lumpkin, “Innovation: A Few Basic Propositions”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol 2010:1, online: <http://www.oecd.org/finance/financialeducation/46010844.pdf>.

¹³⁶ See, e.g., BMO Retirement Institute, *Report - Perfecting the workplace pension:*

The quest continues (January 2012), online: http://www.bmo.com/pdf/11-1832%20BMO%20Retirement%20Institute%20Report_E_FINAL.pdf. In a related news release (<http://newsroom.bmo.com/press-releases/bmo-retirement-institute-report-are-employer-pens-tsx-bmo-201201310762221001>), the authors state that this report “explores the shift in Canada from the traditional defined benefit model to the defined contribution model. As a result of this change, the responsibility for properly managing one’s pension now lies primarily with the employee rather than the employer.”

- **Concern 2: Information and financial literacy asymmetry**

Despite the CSA's new and proposed rules around disclosure to investors (such as the new "fund facts" disclosure document for mutual funds¹³⁷ and, as part of CRM, the cost disclosure and performance reporting initiative¹³⁸), advisers and dealers usually have more knowledge and information about the financial products they recommend to their clients.

Furthermore, the latest research available suggests that the poor financial literacy of investors remains a stubborn problem in Canada¹³⁹ even though investors themselves want to improve in this area.¹⁴⁰ This concern is not unique to Canada; securities regulators in other jurisdictions have also noted similar concerns about the poor financial literacy or capabilities of their investors.¹⁴¹

Although financial literacy is a problem in and of itself, it becomes of greater concern when combined with (i) the information asymmetry referred to above, (ii) a general conflict of interest regime that relies heavily on disclosure, (iii) tacit approval by investors of compensation practices based on disclosure, (iv) the explicit or implicit suggestion by some advisers and dealers that they act in their client's best interests when they may not have a legal obligation to do so, and (v) cognitive biases on the part of investors that impair rational decision making.¹⁴²

¹³⁷ http://www.osc.gov.on.ca/en/InvestmentFunds_point-of-sale_index.htm

¹³⁸ http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ni_20110622_31-103_rfc-pro-amd.htm

¹³⁹ See, for example, The Brondesbury Group, *Report: Performance Reporting and Cost Disclosure* (September 17, 2010), online: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/rpt_20110622_31-103_performance-rpt-cost-disclosure.pdf; The Brondesbury Group, *Focus Groups with Retail Investors on Investor Rights and Protection* (April 7, 2011), online: http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_com_20110427_11-765_ananda.htm; CSA Investor Index (2009), online: <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/Investor-research/Related-research/Pages/2009-CSA-Investor-Study.aspx>; Investor Education Fund, *Investor knowledge: A study of financial literacy* (2011), online: <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/Investor-research/Our-research/Pages/financial-literacy-research.aspx>; The Investment Funds Institute of Canada, *The Value of Advice: Report* (July 2010), online: <https://www.ific.ca/Content/Document.aspx?id=5906>. SEC staff has recently published a study on U.S. investor financial literacy that concludes that, among other things, U.S retail investors lack basic financial literacy (SEC Staff, *Study Regarding Financial Literacy Among Investors* (August 2012), online: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf> at iii).

¹⁴⁰ See Editorial, "Canadians bothered by their level of financial literacy" *Investment News* (November 9, 2011), online: http://www.investmentexecutive.com/-/canadians-bothered-by-their-level-of-financial-literacy?utm_source=newsletter&utm_medium=nl&utm_content=investmentexecutive&utm_campaign=INT-EN-morning.

¹⁴¹ See, e.g., Securities and Exchange Commission (Staff), *Study Regarding Financial Literacy Among Investors – As Required by Section 917 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (August 2012), online: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>; Financial Services Authority, *Feedback Statement: Retail Distribution Review - Including feedback on DP07/1 and the Interim Report* (November 2008), online: http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs08_06.pdf, at para. 5.1; Australian Securities & Investments Commission, *Financial literacy and behavioural change* (March 2011), online: <http://www.financialliteracy.gov.au/media/218309/financial-literacy-and-behavioural-change.pdf>.

¹⁴² For an interesting discussion of the weaknesses that behavioural psychology identifies in the reliance on disclosure generally, and the treatment of conflicts of interest in particular, in the broader fiduciary duty debate, see Robert A. Prentice, "Moral Equilibrium: Stock Brokers and the Limits of Disclosure" *Wisconsin Law Review* 2011:1059, online: <http://wisconsinlawreview.org/wp-content/files/1-Prentice.pdf>. See also Steven J. Choi & A.C.

- **Concern 3: Standard of conduct expectation gap**

The Investor Education Fund (IEF) recently completed an extensive study of approximately 2,000 Canadian investors that receive investment advice in respect of a non-discretionary account from an adviser or dealer (the **IEF Study**).¹⁴³ The IEF identified a number of issues that are important for understanding the expectations and needs of investors in an advisory relationship.

The IEF Study provides strong evidence that most investors already believe that their adviser or dealer is required to act in their best interests. In the IEF Study, 70% of investors surveyed indicated that they believed that their adviser or dealer has a legal duty to put the client's best interests ahead of their own. Further, 76% of investors surveyed stated that they can trust their adviser or dealer to give them the best possible advice they can, with most investors believing that their adviser or dealer would identify the investments that are best for them. Finally, 62% of investors surveyed believed that their adviser or dealer would recommend the product that is best for the investor even if it resulted in less compensation for the adviser or dealer.

These findings are of concern because, as discussed above, advisers and dealers are not always legally required to act in their clients' best interests. These results indicate a significant gap between the expectations of investors and the actual legal protection that exists. Further, these expectations of investors are often created and reinforced by the advertising and promotional statements made by some advisers and dealers.

- **Concern 4: Recommendation of suitable investments versus investments in the client's best interests**

As noted above, under the current securities regime, advisers and dealers must ensure that, when they advise their clients about investing in securities, the investments are suitable. This is a lower standard than having to ensure that a purchase or sale of securities is in the client's best interests.

In practice, an adviser or dealer can often reasonably conclude that a large number of investment products are suitable for her client. In the face of so many "suitable" options, the adviser or dealer may be tempted to select a "suitable" product that is not necessarily the best one for the client.

Pritchard, "Behavioral Economics and the SEC", 56 *Stanford Law Review* 1, 22 (2003), online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500203; Onnig H. Dombalagian, "Investment Recommendations and the Essence of Duty", *American University Law Review*, 2011, Vol 60, Issue 5 at 1279 (and footnotes 61 and 64), online: <http://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1627&context=aulr>.

¹⁴³ The Brondesbury Group, *Investor behaviour and beliefs: Advisor relationships and investor decision-making study* (March 2012), online: <http://www.getsmarteraboutmoney.ca/en/research/Our-research/Documents/2012%20IEF%20Adviser%20relationships%20and%20investor%20decision-making%20study%20FINAL.pdf>.

This may result in investors acquiring a “suitable” investment but at an inflated price. Even slightly higher fees can have a significant negative impact on the value of a client’s investment portfolio over the long term.¹⁴⁴ Similarly, a suitability standard could have the effect of the client acquiring an investment that may be suitable but in circumstances in which another investment at the same price may be a better investment for the investor.

- **Concern 5: The application in practice of the current conflicts of interest rules might be less effective than intended**

The intention of Canadian securities regulators in adopting the current principle-based rules in Regulation 31-103 regarding conflicts of interest was to ensure that clients receive meaningful disclosure about conflicts of interest without imposing unnecessary regulatory burdens on registrants. CSA staff have the following concerns with the effect of these rules on retail investors in practice:

- First, CSA staff in certain jurisdictions have identified (in normal course compliance reviews) certain concerns with how the conflict rules are interpreted by some advisers and dealers in practice. For example, some firms narrowly interpret the current principles-based regulatory approach for dealing with conflicts of interest such that they (i) fail to appropriately identify and respond to conflicts or (ii) rely too heavily on disclosure (especially where the disclosure may be meaningless for the client). Further, some firms take the position that once disclosure is provided, the adviser or dealer need not comply with the general standard of conduct that would otherwise apply. This in turn can lead to situations where the interests of advisers and dealers are not aligned with the interests of their clients.
- Second, commissions paid by issuers (or their agents) to advisers and dealers for recommending the issuer’s securities may constitute such a fundamental conflict of interest that regulators should consider how best to mitigate this risk (e.g. prohibiting some or all “embedded” commissions; requiring more effective disclosure). The UK and Australia have directly addressed this issue in their reforms described above.¹⁴⁵ The CSA is currently considering fee arrangements in the mutual fund industry as a separate policy initiative.
- Third, how advisers and dealers respond to conflicts of interest involving their recommendations to buy, hold or sell securities in related or connected issuers could be strengthened. For example, a common business model for exempt market dealers is that they exclusively distribute the securities of related or connected issuers. Another example is the common practice of advisers and

¹⁴⁴ See, e.g., Financial Consumer Agency of Canada, *Frequently Asked Questions – What is a Management Expense Ratio*, online: <http://www.fcac-acfc.gc.ca/eng/resources/faq/qaview-eng.asp?id=342>.

¹⁴⁵ ASIC has also published draft guidance on (i) incentive scheme features that increase the risk of mis-selling, and (ii) managing the risks and governance of incentive schemes (ASIC, *Guidance Consultation: Risks to customers from financial incentives* (September 2012), online: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/gc12-11.pdf>.

dealers recommending the purchase of securities of mutual funds that are related or connected. While Regulation 31-103 does currently include rules in this regard,¹⁴⁶ these rules only apply to clients in managed accounts and/or rely on disclosure to manage the conflict. Further consideration is required to determine whether a stronger, more prescriptive approach is appropriate.

Consultation Questions on Investor Protection Concerns

Question 1: Do you agree, or disagree, with each of the key investor protection concerns discussed above with the current standards applicable to advisers and dealers in Canada? Please explain and, if you disagree, please provide specific reasons for your position.

Question 2: Are there any other key investor protection concerns that have not been identified?

Question 3: Is imposing a statutory best interest standard on advisers and dealers the most effective way of addressing these concerns? If not, would another policy solution (e.g., changes to one or more of the existing statutory standard of conduct requirements) offer a more effective solution?

Question 4: Do you believe that some or all of these concerns are inapplicable (or less significant) in any CSA jurisdiction as a result of its current standard of conduct for advisers and dealers?

7) CONSULTATION ON THE APPROPRIATENESS OF INTRODUCING A STATUTORY BEST INTEREST DUTY WHEN ADVICE IS PROVIDED TO RETAIL CLIENTS

Why a statutory best interest standard?

Having considered all of the issues discussed above in this Consultation Paper, CSA staff has decided to undertake a formal consultation on the desirability and feasibility of imposing a statutory best interest standard on advisers and dealers that provide investment advice to retail investors.

Our rationale for considering the imposition of a fiduciary duty at this stage, rather than another policy tool, is that a statutory best interest standard may be the best way to address the five investor protection concerns identified in Part 6 above and appears to offer the benefits, and may be flexible enough to address most or all of the competing considerations, identified in Part 8 below.

We note that each of the foreign jurisdictions that we have reviewed (U.S., U.K., Australia and the E.U.) have identified similar policy concerns and have either adopted a qualified statutory

¹⁴⁶ Regulation 31-103, *supra* note 4 at s. 13.5.

best interest standard (i.e., in the U.K., E.U. and Australia) or are considering adopting one (i.e., in the U.S.). Further, international bodies such as the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) are clear that financial intermediaries, such as advisers and dealers providing advice, should act in their clients' best interest.¹⁴⁷ While these international developments should not determine Canada's policy direction in this matter, they do support the conclusion that it is time to revisit the standard of conduct framework currently in place for advisers and dealers providing advice to retail investors and determine whether changes are required.

Possible Statutory Best Interest Standard for Consultation Purposes

CSA staff is seeking comment on the desirability and feasibility of introducing a statutory best interest standard for advisers and dealers when providing investment advice to retail investors. For consultation purposes, one possible articulation of this standard would be as follows:

Every adviser and dealer (and each of their representatives) that provides advice to a retail client with respect to investing in, buying or selling securities or derivatives shall, when providing such advice,

(a) act in the best interests of the retail client, and

(b) exercise the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would exercise in the circumstances.¹⁴⁸

Although other articulations of statutory "best interest" duties already exist in certain CSA jurisdictions, as in Québec, we are exploring the possibility of harmonizing the appropriate standard of conduct for advisers and dealers that should apply across Canada. Common law and civil law remain distinct legal regimes, but both cover the same advisory services provided by advisers and dealers to their clients. If such a new harmonized standard of conduct for advisers and dealers in Canada is identified by the CSA, further work would be required, as necessary, to reflect it appropriately in each CSA jurisdiction (including in Québec).

We note that while no decision has been made whether a statutory best interest standard should be adopted, whether another policy solution is preferable, or whether the current regulatory regime is adequate, we believe that a public consultation will be more productive if that consultation focuses on and addresses a specific articulation of a best interest standard. Accordingly, the balance of this Consultation Paper will address the implications of a best interest standard as described above.

¹⁴⁷ See IOSCO, *International Conduct of Business Principles* (July 9, 1990), online: <http://riskinstitute.ch/19900701.htm>; OECD, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection* (October 2011), online: <http://www.oecd.org/dataoecd/58/26/48892010.pdf> at 6.

¹⁴⁸ This best interest standard is drafted with certain qualifiers. However, no qualifiers have been included that might address concerns about the negative impact on certain business models and compensation practices. Further, no qualifiers have been included that overcome the common law prohibition that a fiduciary cannot take advantage of opportunities learned of as a fiduciary, which CSA Staff recognize may need to be qualified in this context. We ask specific questions below intended to assist us in determining what additional qualifiers may be necessary or appropriate.

General Scope

For the purpose of this Consultation Paper, we will assume that the best interest standard articulated above would have the following terms:

- (i) a “retail client” would mean any person that is not a “permitted client” (as such term is defined in section 1.1 of Regulation 31-103). As a result, a “retail client” would include individuals that have net financial assets of \$5 million or less and companies that have net assets of less than \$25 million;
- (ii) a retail client would retain complete discretion whether to follow any advice received; an adviser or dealer who disagrees with the investment decision of a retail client and who has so advised the client, would have no further obligation to dissuade the client or to refuse to facilitate an order;¹⁴⁹
- (iii) the duty would apply only when an adviser or dealer gives advice to a retail investor with respect to investing in securities. Thus, for instance, the duty would not apply to discount brokers who act as mere order takers;
- (iv) the duty would be an on-going duty in the case of advisers and dealers other than exempt market dealers and scholarship plan dealers. The duty would terminate only upon the termination of the client relationship;
- (v) the best interest standard could not be waived by a retail client as a contractual matter if advice is given to that client;¹⁵⁰
- (vi) a common law retail client would be entitled to enforce the best interest standard as a private law right of action;
- (vii) a non retail client would still be entitled to pursue a private law right of action based on the common law (in all Canadian jurisdictions except Québec) and the Civil Code of Québec would not be amended to deprive non retail clients of a right of action; and
- (viii) the existing suitability requirement would continue to apply to advisers and dealers (and their representatives).

Consultation Questions on the Statutory Best Interest Standard Described Above

Question 5: Should securities regulators impose a best interest standard applicable to advisers and dealers that give advice to retail clients? Why or why not?

¹⁴⁹ This is consistent with the current suitability requirement set out in subsection 13.3(2) of Regulation 31-103, *supra* note 4.

¹⁵⁰ We note that this is consistent with the duty as it applies to directors under the *Canada Business Corporations Act* in that the best interest duty and duty of care cannot be contracted out of (see s.122(3) of the CBCA).

Question 6: If such a duty is imposed, are the terms of the best interest duty described above appropriate (for example, should there also be an on-going obligation regarding the suitability of advice previously given or investments held by a client)? What changes, if any, would you suggest to the terms of the best interest duty described above?

Question 7: Are there other general issues related to imposing the best interest standard described above that should be addressed?

We note that there are further consultation questions set out below with respect to the potential benefits and competing considerations in imposing a statutory best interest standard.

8) POTENTIAL BENEFITS AND COMPETING CONSIDERATIONS IN IMPOSING A STATUTORY BEST INTEREST STANDARD

This section of the Consultation Paper identifies the potential benefits and competing considerations related to the imposition of the statutory best interest standard described above. The following chart summarizes these elements and each one will be discussed in more detail below.

<u>POTENTIAL BENEFITS</u>	<u>POTENTIAL COMPETING CONSIDERATIONS</u>
<ul style="list-style-type: none"> Provides a more principled foundation for client relationship 	<ul style="list-style-type: none"> Current regime may be functionally equivalent to a fiduciary duty
<ul style="list-style-type: none"> Principle-based approach alleviates need for detailed prescriptive rules 	<ul style="list-style-type: none"> May impose greater costs on providing advice
<ul style="list-style-type: none"> Retail clients expect that their adviser or dealer already has a duty to act in their best interest 	<ul style="list-style-type: none"> Possible negative impact on investor access to, and choice and affordability of, advisory services
<ul style="list-style-type: none"> Recommended products that are in the client's best interest rather than just suitable 	<ul style="list-style-type: none"> Possible negative impact on certain business models
<ul style="list-style-type: none"> Further mitigates information and financial literacy asymmetry 	<ul style="list-style-type: none"> Uncertain impact on capital raising
<ul style="list-style-type: none"> Eliminates any legal uncertainty whether a fiduciary duty exists 	<ul style="list-style-type: none"> Uncertain effect on compensation practices
<ul style="list-style-type: none"> Strengthens legal remedy to retail clients for breach of fiduciary duty 	<ul style="list-style-type: none"> May require more guidance with respect to its application and operation in specific circumstances

<ul style="list-style-type: none"> Limited application of a statutory duty 	<ul style="list-style-type: none"> Whether duty should only apply to retail clients
	<ul style="list-style-type: none"> How the duty applies to “advice”

Consultation Question on Potential Benefits and Competing Considerations Generally

Question 8: Do you agree, or disagree, with each of the potential benefits and competing considerations of the statutory best interest standard described above? Please explain and, if you disagree, please provide reasons for your position. Are there any other key potential benefits or competing considerations that have not been identified?

(a) Potential Benefits

Provides a more principled foundation for client relationship

The introduction of a statutory best interest duty may establish a more principled foundation for the advisor-client relationship by requiring that the adviser or dealer must always act in the client’s best interests and put the client’s interest ahead of their own. It seems to address the issues discussed under “Concern 1: Principled foundation” in Part 6 above and could assist in reversing any deterioration of client trust with their financial adviser or dealer (whether such deterioration of trust is deserved or not).¹⁵¹

Principle-based approach alleviates need for detailed prescriptive rules

The imposition of a statutory best interest standard constitutes a principle-based approach to the concerns identified in this Consultation Paper. The advantage of any principle-based approach to regulation is that regulators do not have to introduce detailed rules for every element of a relationship being regulated. This advantage is magnified by the inherent flexibility and fluidity of the fiduciary duty doctrine at common law,¹⁵² which is why it is applied so often by judges in various circumstances.¹⁵³ An over-arching best interest standard would be a principled foundation that could support the existing body of regulatory rules while at the same time addressing behaviour that may not be in the client’s best interest but that falls outside specific

¹⁵¹ See, e.g., Editorial, “The business of trust” *Investment Executive* (August 2012), online: http://www.investmentexecutive.com/-/the-business-of-trust?redirect=%2Fsearch%3Fp_id%3Dsearch_WAR_search10%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnormal%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-1%26p_p_col_count%3D1%26_search_WAR_search10_search%3Dgeneric; see also Ian Russell, “Should advisors become fiduciaries?” *Investment Executive* (April 6, 2010), online: <http://www.iiac.ca/resources/1262/should%20advisors%20become%20fiduciaries,%20investment%20executive%20-%2004-01-2010.pdf>.

¹⁵² See Ellis, *supra* note 8 at Chapter 1, s.4(2).

¹⁵³ See, e.g., Rotman, *supra* note 5 at 37.

rules. Any such principle-based approach may bring with it, however, the need for regulators to provide appropriate guidance as to the application of the standard.

Retail clients expect that their adviser or dealer already has a duty to act in their best interest

The adoption of a best interest duty for advisors and dealers would likely align an adviser's or dealer's standard of conduct with most investors' current understanding that an adviser or dealer already has a duty to act in the client's best interests and to provide advice that is in the investor's best interests. That understanding may not be unreasonable for some investors given that some advisers and dealers market their services on the explicit or implicit basis that the advice they are providing is in the client's best interests.

Recommended products that are in the client's best interest rather than just suitable

A best interest standard may result in advisers and dealers recommending investments that are in a client's best interests, not only investments that are suitable. This may have the effect of investors acquiring an appropriate investment at a lower price or acquiring a better investment at the same price. This does not mean that there is necessarily only one "best" investment for a client. Nor does it mean that advisers or dealers would assume liability for the success of the investment; they would not. Stakeholder consultation will be important to explore the benefits, costs and challenges of shifting the suitability standard to a best interest standard.

Further mitigates information and financial literacy asymmetry

The adoption of a best interest standard may help to further mitigate concerns with information asymmetry and financial literacy by ensuring that the adviser has the obligation to act in the best interests of the client. This places an appropriate obligation on the party to the relationship that is arguably the most knowledgeable and financially literate, namely the adviser or dealer.

Eliminates any legal uncertainty whether a fiduciary duty exists

Currently, a fiduciary duty arises at common law only in certain circumstances (see Part 3 above for further discussion). Determining whether that duty exists requires an analysis of the particular circumstances and, in any event, it may be unclear whether such a duty arises. A statutory best interest standard may clarify that such a duty applies in most instances when an adviser or dealer provides advice to a retail investor. This may help clarify some of the uncertainty currently experienced by both clients and their advisers and dealers regarding what standard of conduct the adviser or dealer will be held to. The statutory best interest standard described above makes clear that the duty cannot be waived as a contractual matter.

Strengthens legal remedy to retail clients for breach of fiduciary duty

Although Securities Legislation contains express civil liability for misrepresentations in a variety of distribution-related and secondary market disclosure documents, there is no express statutory civil right of action for breach of Securities Legislation for most requirements. However, because a best interest standard would establish the nature of the relationship between an adviser or dealer with the client to whom advice is given, the best interest standard described in this

Consultation Paper contemplates that breach of a best interest standard may strengthen civil liability at common law without creating a separate statutory right of action. Eliminating the need to prove the existence of a fiduciary duty between a retail client and her adviser or dealer would likely strengthen the recourse that the client has if she wishes to pursue private law recourse for a breach of that duty. A statutory best interest standard could be directly enforced by an investor as a private law matter. There would seem to be limited benefit in establishing a best interest standard if it does not give rise to any such civil liability on the part of the adviser or dealer. Most advocates for imposing a best interest standard assume that it would give rise to such liability.

Limited application of a statutory duty

A statutory best interest standard does not have to impose an unqualified common law fiduciary duty on all advisers and dealers in respect of all facets of the client relationship. Distinctions can be made among the constituent elements of a fiduciary duty and addressed in different ways to meet the needs of all stakeholders. That is to say, the elements of a statutory fiduciary duty can be qualified to accommodate specific circumstances including the particular circumstances and business model of the adviser or dealer. It could be made explicit, for example, that conflicts of interest can be addressed as currently provided in Securities Legislation (including Regulation 31-103). Similarly, it could be made clear that the principle that an adviser or dealer cannot take advantage of an opportunity learned of as a fiduciary should have limited application; that common law concept may not be appropriate in the context of the advice of an adviser or dealer.

The benefits set out above represent CSA staff's observations in the context of the possible statutory best interest standard described in this Consultation Paper. Additional benefits, or variations to the benefits referred to above, may emerge as part of this consultation.

Consultation Questions on the Potential Benefits of a Statutory Best Interest Standard

- Question 9: What are the criteria that should be used to identify an investment that is in a client's best interest?**
- Question 10: Should breaches of a best interest standard give rise to civil liability at common law?**
- Question 11: If so, is it necessary to state expressly that a best interest duty will give rise to civil liability on the part of the adviser or dealer or is it sufficient if that standard is a statutory duty?**

(b) Potential Competing Considerations

Current regime may be functionally equivalent to a fiduciary duty

As discussed above, some commentators argue that the duty of an adviser or dealer to act fairly, honestly and in good faith when dealing with clients, coupled with the existing rules related to suitability and conflicts of interest, may already impose a standard of conduct

that is functionally equivalent to a fiduciary duty.¹⁵⁴ As a result, the introduction of a best interest standard could be unnecessary and could lead to additional complexity and/or uncertainty.

Consultation Questions on Functional Equivalency

Question 12: Does the duty of an adviser or dealer to act fairly, honestly and in good faith when dealing with clients, coupled with the existing rules related to suitability and conflicts of interest, already impose a standard of conduct that is functionally equivalent to a fiduciary duty?

Question 13: If so, should it be made clear that investors can enforce that duty as a private law matter?

Question 14: If you believe that the existing standard of conduct for advisers and dealers already imposes a standard of conduct that is functionally equivalent to a fiduciary duty, what impact (if any) would the introduction of a statutory best interest standard have? For example, would it be desirable for investors to have the benefit of a statutory best interest standard that has long been recognized and interpreted under fiduciary duty common law principles?

Question 15: Do you think the investor protection concerns raised in this Consultation Paper could be addressed by issuing guidance about current business conduct requirements, including the duty to deal fairly, honestly and in good faith with clients? Please provide specifics about the type of enhanced guidance that would be most effective.

Question 16: Do you think that the concerns raised in this paper could be addressed by increased enforcement of current business conduct rules, including fair dealing, suitability and conflict of interest requirements?

May impose greater costs on providing advice

Some industry stakeholders have suggested that the introduction of a statutory best interest standard would result in increased costs for advisers and dealers providing advice to retail clients. This is a significant concern of advocates against imposing a statutory best interest standard.

¹⁵⁴ It is interesting to note that in one of the leading Canadian cases on the content of a fiduciary duty in the client-advisor context, the court stated that when an adviser or dealer undertakes to advise the client, he or she must “do so fully, honestly and in good faith”: *Varcoe, supra* note 17 at para. 86. This is very similar to the existing statutory requirement for advisers and dealers to “deal fairly, honestly and in good faith” with their clients. See also *Davidson v. Noram Capital Management Inc.* (2005), 2005 CarswellOnt 7243, 13 B.L.R. (4th) 35 at paras. 49-50.

Although CSA staff is mindful that potential cost increases for such advisers and dealers may occur, the extent of any such cost increases would depend on a number of factors, including:

- the scope of the standard that is eventually adopted (if any),
- the way advisers and dealers respond to the new standard, and
- the extent to which any of these costs are passed on to retail clients (which is discussed in the next item below, “Possible negative impact on investor access to, and choice and affordability of, advisory services”).

Although the Consultation Paper is not making a policy recommendation, if the CSA were to make a policy recommendation to introduce a statutory best interest standard, the consultation process will provide the opportunity for the CSA to seek comment on potential costs and benefits associated with such specific proposal. Although a precise cost-benefit analysis is not feasible at this stage, we believe it is still worthwhile to gather input on potential costs if the statutory best interest standard described above were introduced. Ultimately, the costs to introduce a statutory best interest standard should be proportionate to the regulatory objectives to be achieved as a result of any change.

Consultation Questions on Potential Increased Costs

Question 17: Would the statutory best interest standard described above increase ongoing costs for advisers and dealers in Canada? If so, please identify the areas in which you believe there would be increased costs for advisers and dealers and provide any relevant qualitative arguments or quantitative data. In responding, please consider potential costs in the following areas:

- (i) regulatory assessment (client information required to meet standard)
- (ii) compliance/IT systems
- (iii) supervision
- (iv) ensuring representative proficiency
- (v) client documentation/disclosures
- (vi) insurance
- (vii) litigation/complaint handling
- (viii) other (please identify)

Question 18: If yes, given that a fiduciary duty is already owed to a client in certain circumstances, why do you think that clarifying the circumstances in which such a duty is owed will affect ongoing costs of advisers and dealers in Canada?

Question 19: Are the computer systems advisers and dealers use today to support their compliance mandate able to support a statutory best interest standard? If no, what types of investment do advisers and dealers anticipate needing to

make to improve their IT systems in order to ensure compliance with a best interest standard?

Question 20: We note that cost-benefit and/or market impact analysis has been conducted to varying extents on the proposed reforms in each of the U.S., U.K., Australia and E.U. Do you believe that this international analysis is relevant to the possible introduction of a statutory best interest standard for advisers and dealers in Canada? If so, please explain.

Possible negative impact on investor access to, and choice and affordability of, advisory services

A concern raised by industry stakeholders in the adoption of a statutory best interest standard is that there could be a negative impact on the choice, access and/or affordability of advisory services for investors to whom the standard applies. As noted above, two U.S. focused studies seem to reach opposite conclusions on this question.

It is unclear whether a qualified best interest standard would have these negative consequences in Canada, given that in many cases a fiduciary duty may exist as a common law matter in any event and given the current standard of conduct imposed on advisers and dealers as well as suitability requirements.

Consultation Question on Investor Choice, Access and Affordability

Question 21: Do you believe that the statutory best interest duty described above would have a negative, positive or neutral impact on retail clients across each of the following dimensions: choice, product access, and affordability of advisory services?

Possible negative impact on certain business models

The introduction of an unqualified statutory best interest duty could have a significantly negative impact on advisers and dealers whose business involves advice that is specialized or restricted in some way (e.g., some mutual fund dealers, exempt market dealers and scholarship plan dealers). The concern is that there may be practical difficulties in implementing a strict “one size fits all” standard of conduct for all advisers and dealers. We note that this concern may be addressed by customizing the nature of a best interest standard as it applies to different business models.

The introduction of a statutory best interest standard would likely require tailoring of any duty to relevant business models. For example, the application of a statutory best interest standard to a typical mutual fund dealer, exempt market dealer or scholarship plan dealer raises different issues. In each case, the dealer’s advice is restricted in two ways. First, it is restricted because legally such dealers are only allowed to advise on the financial products for which they are registered. Second, many of these dealers only advise on products of

related or connected entities. We note that a statutory best interest standard would not apply to discount brokers who, by definition, do not offer advice on which investments their clients should invest in.

Both the UK Reforms and the Australian Reforms were specifically developed with the intention of allowing restricted advice and scaled advice, respectively.

Consultation Questions on Impact on Certain Business Models

Question 22: How should a statutory best interest standard apply to mutual fund dealers, exempt market dealers and scholarship plan dealers?

Question 23: Are there any adviser or dealer business models that could not continue if the best interest standard described above was adopted?

Question 24: Do you agree with the approach reflected in the Australian Reforms or UK Reforms to accommodate restricted advice and scaled advice, respectively?

Question 25: What specific qualifications to the best interest standard described in this Consultation Paper are required (please provide proposed statutory language where possible)?

Question 26: Will the qualifications required to make a best interest standard work in Canada result in retail clients receiving only advice on a narrow range of investment products?

Uncertain impact on capital raising

One of the areas that has not generated much commentary in Canada has been what impact a statutory best interest duty to retail clients may have on capital raising. There is, for instance, a question of what effect a statutory best interest standard would have on exempt market dealers and their role in raising venture capital for smaller Canadian issuers. That issue may be addressed in formulating a best interest standard that is qualified to take into account the business model of exempt market dealers.

Consultation Question on Impact on Capital Raising

Question 27: Would imposing a statutory best interest standard as described above affect capital raising?

Uncertain effect on compensation practices

The statutory best interest duty described above could have an uncertain impact on current compensation structures, especially those involving embedded commissions paid by third parties to advisers and dealers. This area has been considered by Canadian securities regulators before, including in the Fair Dealing Model published by the OSC in 2004.

The U.K. and Australia are moving towards models where most of the embedded commissions payable by third parties to firms providing advice to retail clients will be banned. As a result, firms that offer advisory services will be compensated by their retail clients directly.

The direction the SEC seems to be taking is that it will evaluate any broker-dealer compensation practice on its merits to determine whether or not it meets the proposed fiduciary standard. The SEC Study states that “[w]hile the duty of loyalty requires a firm to eliminate or disclose material conflicts of interest, it does not mandate the absolute elimination of any particular conflicts, absent another requirement to do so”.¹⁵⁵ The SEC Study concludes by stating that “Staff’s recommendations are intended to minimize cost and disruption and assure that retail investors continue to have access to various investment products and *choice among compensation schemes to pay for advice.*”¹⁵⁶ (italics added) In addition, Chairman Schapiro has stated that the SEC’s fiduciary rule would be business-model neutral and would allow brokers working with retail investors to sell proprietary products and *charge commissions.*¹⁵⁷ (italics added)

Interestingly, lawmakers in the U.S.¹⁵⁸ and Australia¹⁵⁹ have both stated that any particular compensation structure does not, in and of itself, necessarily need to be abandoned as a result of the introduction of a best interest standard. This position seems to be supported by the Academic Study¹⁶⁰ in the U.S. that concluded that the existence of such a duty did not affect compensation arrangements.

Accordingly, imposing a best interest duty does not necessarily mean a change must be made in compensation structures.

Consultation Questions on Effect on Compensation Practices

Question 28: Do you believe that the statutory best interest duty described above would affect the current compensation practices of advisers and dealers? If so, in what way?

Question 29: Should a best interest duty expressly address adviser and dealer compensation practices? If so, in what way?

Question 30: Could volume based payments or embedded commissions continue if the statutory best interest standard described in this paper is introduced? If so, should such compensation structures be specifically prohibited?

¹⁵⁵ SEC Study, *supra* note 67 at 113.

¹⁵⁶ *Ibid.* at 166.

¹⁵⁷ See Melanie Waddell, “Reaction to Schapiro Comments on Fiduciary Rule Are Quick and Varied” (December 9, 2011), *AdvisorOne*, online:

<http://www.advisorone.com/2011/12/09/reaction-to-schapiro-comments-on-fiduciary-rule-ar>.

¹⁵⁸ See *Dodd-Frank Act*, *supra* note 63 at section 913.

¹⁵⁹ Revised Explanatory Memorandum, *supra* note 115 at para. 1.47.

¹⁶⁰ *Supra* note 89.

Question 31: What compensation structures that exist today among advisers and dealers do you think would be prohibited by the statutory best interest standard articulated in this Consultation Paper? Please consider compensation received by advisers and dealers both from clients and from product manufacturers. For each structure you mention, please provide your reasons.

Question 32: Should any statutory best interest standard be modified in any way to preserve various compensation structures?

May require more guidance with respect to its application and operation in specific circumstances

Although there are benefits to a principle-based approach, such principles may not provide enough guidance to advisers and dealers. As a result, if the best interest standard described above was adopted, securities regulators may need to provide qualification in securities legislation or issue guidance setting out their expectations as to specific adviser and dealer behaviour under such a duty. This would assist advisers and dealers in determining how they should operationalize their obligation in practice and how it would apply in different circumstances. Although some of these topics are discussed in this Consultation Paper, other topics may not be explicitly covered.

Consultation Questions on Required Guidance

Question 33: If the statutory best interest duty described above is introduced, what areas of guidance would be most useful to advisers and dealers?

Question 34: Are there specific circumstances or activities, such as principal trading, that should be addressed?

Question 35: Are there any categories of registrants today whose minimum proficiency requirements would need to change in order to comply with the statutory best interest standard described in this Consultation Paper?

Current rules applicable to advisers and dealers should be reviewed to determine whether they are consistent with the best interest duty described above. If they are consistent, no change is required. While it is unlikely that current rules would be inconsistent with the statutory best interest duty described in this paper, if there are any such rules, we should consider how they should be addressed. We should also consider whether any new rules are required or whether any existing rules will be unnecessary if a best interest standard is introduced. As discussed above, if a best interest standard is imposed, we can apply some or all of the constituent elements of a fiduciary duty in a qualified way that still meets regulatory objectives.

Consultation Questions on Interaction with Existing Regulatory Regime

- Question 36:** Are there any advisory relationships between an adviser or dealer and a retail client where a fiduciary duty would not be appropriate?
- Question 37:** Would the introduction of a best interest duty as described above require the introduction of any new rules?
- Question 38:** Would the introduction of a best interest duty as described above require any existing rules be revised or repealed?
- Question 39:** Are any existing regulatory rules inconsistent with the best interest standard described above?

Under traditional fiduciary principles, fiduciaries must scrupulously avoid all actual or potential conflicts of interest involving their beneficiaries.¹⁶¹ The possible introduction of a statutory best interest standard raises the question of whether changes should be made to the current regulatory regime regarding conflicts of interest or whether there should be new rules addressing conflicts (e.g. how disclosure is made, when disclosure is appropriate, and, if required, the nature of informed consent).

Consultation Questions on Implications for Rules on Conflict of Interest

- Question 40:** Would the statutory best interest duty described above require revisions to the rules that govern how firms address conflicts of interest with their clients?
- Question 41:** If changes are required to the rules on conflicts of interest, what changes do you recommend?

Consultation Questions on Targeted Best Interest Standard

- Question 42:** Should the CSA consider only imposing a best interest standard in respect of certain requirements, such as conflicts of interest or suitability requirements?
- Question 43:** If so, how would more targeted best interest standards address the key investor protection concerns raised in this paper? Please provide specifics.

¹⁶¹ Ellis, *supra* note 8 at paragraph 4(2)(a) of Chapter 1.

Whether duty should only apply to retail clients

For purposes of this consultation, the best interest standard described above applies only when advice is being given to retail clients. A “retail client” would be defined as a person that is not a “permitted client” as that term is defined in Regulation 31-103. As a result, a retail client would include individuals that have net financial assets of \$5 million or less and companies with that have net assets of less than \$25 million.

As discussed above, in the U.S. and Australia, the proposed best interest standard only applies when a firm is dealing with retail customers and retail clients. The SEC defines a “retail customer” as “a natural person, or the legal representative of a natural person, who – (i) receives personalized investment advice about securities from a broker, dealer, or investment adviser, and (ii) uses such advice primarily for personal, family or household purposes.”¹⁶² In Australia, although there are currently rules setting out minimum investment (AUS\$500,000), income (AUS\$250,000) and net asset (AUS\$2.5 million) thresholds under which investors are considered “retail clients”,¹⁶³ the Australian government is currently reviewing the definitions of retail client and wholesale client in conjunction with the Australian Reforms.¹⁶⁴

Currently under Securities Legislation, there is no definition of what constitutes a “retail client”. There are, however, certain threshold criteria that classify different kinds of clients for Securities Legislation purposes. One of the most well known is the “accredited investor” definition. Accredited investors include individuals with financial assets of \$1,000,000 or more or incomes of at least \$200,000 per year. Our intention is to include in the definition of retail clients all individuals including accredited investors who are not permitted clients. We note that the CSA is currently conducting a policy review of the accredited investor exemption.¹⁶⁵ We will consider the outcomes of that review on the issues and questions posed in this Consultation Paper.

Consultation Questions on Application of Duty on Retail Clients

Question 44: Should a best interest standard apply only to advisers and dealers when dealing with “retail clients”?

Question 45: If so, is the definition of a “retail client” appropriate? Should any such duty apply to other clients in addition to retail clients?

Question 46: Should certain kinds of permitted clients (e.g., municipalities) have the benefit of a statutory best interest standard?

¹⁶² Dodd-Frank Act, *supra* note 63 at s.913(g).

¹⁶³ *Supra* note 110 at para. 2.3 and para. 2.5.

¹⁶⁴ *Ibid.*

¹⁶⁵ Canadian Securities Administrators, *CSA Staff Consultation Note 45-401 - Review of Minimum Amount and Accredited Investor Exemptions* (November 10, 2011), online: <http://www.osc.gov.on.ca/en/33950.htm>.

Question 47: Are there certain kinds of retail clients that do not require the benefit of a statutory best interest standard?

Question 48: If the best interest standard described above was introduced, should advisers and dealers be permitted to modify or negate the standard by contract with their clients? If so, what limitations (if any) should be placed on that ability?

Question 49: If a best interest standard is introduced, should the existing duty on advisers and dealers to deal with their clients fairly, honestly and in good faith continue to apply whenever the best interest standard does not?

How the duty applies to “advice”

For purposes of the consultation, the best interest standard would apply when an adviser or dealer provides *advice* to a retail client. The meaning of “advice” would be quite broad and would include any advice relating to the investing in or the buying or selling of securities or derivatives.

Other jurisdictions have taken a narrower approach. The fiduciary duty proposals in the U.S. and Australia are restricted to “personalized investment advice” and “personal advice”, respectively.

In the U.S., personalized investment advice has not yet been defined by the SEC. As stated in the SEC Study, SEC staff believes that such a definition at a minimum should encompass the making of a “recommendation”, as developed under applicable broker-dealer regulation, and should not include “impersonal investment advice” as developed under the Advisers Act. Beyond that, SEC staff believes that the term also could include any other actions or communications that would be considered investment advice about securities under the Advisers Act (such as comparisons of securities or asset allocation strategies), except for “impersonal investment advice” as developed under the Advisers Act.

In Australia, “personal advice” means financial product advice that is given or directed to a person in circumstances where (a) the provider of the advice has considered one or more of the person’s objectives, financial situation and needs (otherwise than for anti-money laundering rules purposes) or (b) a reasonable person might expect the provider to have considered one or more of those matters.

Consultation Questions on Duty Applying to Advice

Question 50: Should the best interest duty described above apply when any advice is provided to a retail client or only when personalized advice is provided to a retail client?

Question 51: If a best interest duty should apply only when personalized advice is provided to a retail client, what should “personalized advice” mean in this context?

Question 52: Should it be triggered in the same circumstances in which the suitability requirement arises? Does this include advice to *hold* securities (as opposed to buying or selling securities)?

The competing considerations described above represent CSA staff’s observations in the context of the possible statutory best interest standard articulated in this Consultation Paper. Additional competing considerations, or variations to those above, may emerge as part of this consultation.

9) REQUEST FOR COMMENTS

The CSA is publishing this Consultation Paper for a 120-day comment period. Please send your comments in writing on or before February 22, 2013. All submissions should refer to “CSA Consultation Paper 33-403”. This reference should be included in the subject line if the submission is sent by e-mail. Regardless of whether you are sending your comments by email, you should also send or attach your submissions in an electronic file in Microsoft Word format.

Please address your submission to the following securities regulators:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 New Brunswick Securities Commission
 Registrar of Securities, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
 Superintendent of Securities, Northwest Territories
 Superintendent of Securities, Yukon
 Superintendent of Securities, Nunavut

Please send your comments **only** to the address below. Your comments will be forwarded to the other CSA member jurisdictions.

Me Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal, Québec
H4Z 1G3
Fax: 514-864-6381
e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario
M5H 3S8
Fax: 416-593-2318
e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

All comments will be posted on the OSC website at www.osc.gov.on.ca and the websites of the other CSA jurisdictions. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

Questions

Please refer your questions to any of:

Isabelle Boivin
Analyste en réglementation - pratiques de distribution
Direction des pratiques de distribution et des OAR
Autorité des marchés financiers
2640, boul. Laurier, 4e étage
Québec (Québec) G1V 5C1
Tel: 418-525-0337, ext. 4817
1-877-525-0337, ext. 4817
Isabelle.Boivin@lautorite.qc.ca

Chris Besko
Legal Counsel, Deputy Director
The Manitoba Securities Commission
Tel: 204-945-2561
Toll Free (Manitoba only) 1-800-655-5244
chris.besko@gov.mb.ca

Lindy Bremner
Senior Legal Counsel, Capital Markets Regulation
British Columbia Securities Commission
Tel: 604-899-6678
1-800-373-6393
lbremner@bcsc.bc.ca

Bonnie Kuhn
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
Tel: 403-355-3890
bonnie.kuhn@asc.ca

Ella-Jane Loomis
Legal Counsel
New Brunswick Securities Commission
Tel: 506-643-7202
Ella-Jane.Loomis@nbsc-cvmnb.ca

Jeff Scanlon
Legal Counsel
Ontario Securities Commission
Tel: 416-204-4953
jscanlon@osc.gov.on.ca

Sonne Udemgba
Acting Deputy Director, Legal/Exemption
Securities Division, Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Tel: 306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

3.2.2 Publication

Aucune information.