

Montréal, le 18 février 2013

M^c 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

M. John Stevenson, Secrétaire
COMMISSION DES VALEURS
MOBILIÈRES DE L'ONTARIO
20, rue Queen O. – bureau 1900
C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Objet : Document de consultation 33-403 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur l'opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail

Madame, Monsieur,

Le présent Mémoire est présenté en réponse à l'appel de commentaires formulé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après les « **ACVM** ») dans le Document de consultation 33-403 (ci-après le « **Document de consultation** ») relativement à l'opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir fiduciaire.

INTRODUCTION

Nous tenons tout d'abord à remercier les ACVM pour leur Document de consultation décrivant le débat entourant l'introduction d'un devoir fiduciaire au sein de l'activité de conseil au détail. Il s'agit d'un débat important et le présent Mémoire vise à offrir des observations quant à des enjeux affectant particulièrement les conseillers et les courtiers en valeurs mobilières.

Nous sommes particulièrement préoccupés par les impacts potentiels découlant de l'application systématique et uniforme d'un devoir fiduciaire à l'ensemble des conseillers et courtiers en valeurs mobilières, sans égards aux circonstances particulières de chaque cas.

Nous comprenons par ailleurs les préoccupations exprimées par les ACVM dans son Document de consultation et y sommes sensibles. Nous sommes cependant d'avis que l'introduction d'un devoir fiduciaire d'application systématique et uniforme dans l'activité de conseil au détail n'aurait pas les effets bénéfiques escomptés et pourrait plutôt entraîner une série d'effets pernicieux.

Le Document de consultation suggère que l'adoption par d'autres pays d'un devoir fiduciaire dans l'activité de conseil au détail milite en faveur de l'adoption d'un tel devoir au Canada. Or, il faut se garder de faire de telles importations sans approfondir les particularités du système juridique de chaque pays étudié. En effet, les solutions apportées par un régulateur étranger ne s'imbriquent pas toujours facilement dans le système juridique particulier du Canada.

À la lumière de ce qui précède, les commentaires présentés dans ce Mémoire portent sur quatre éléments principaux : I) le devoir fiduciaire, II) les incertitudes juridiques qu'engendrerait l'adoption d'un devoir fiduciaire, III) l'effet inévitable de déresponsabilisation des investisseurs, et IV) la pertinence des réponses réglementaires récentes afin de pallier aux préoccupations des investisseurs et des ACVM.

I) LE DEVOIR FIDUCIAIRE

Dans un premier temps, notons que le devoir fiduciaire a été étudié et développé minutieusement par les tribunaux de *commonlaw* depuis des centaines d'années, tirant son origine de la décision de la Chancery Division d'Angleterre en l'an 1726, *Keech v. Sandford*. Il s'agit d'un concept difficile à définir, puisque vague et d'application jurisprudentielle au cas par cas, mais ayant des effets importants lorsqu'imposé.

Le devoir fiduciaire peut tirer sa source de la loi ou des circonstances, en application des principes d'« equity » de la *commonlaw*. Les tribunaux reconnaissent généralement l'existence d'un devoir fiduciaire lorsqu'une personne, en raison de sa vulnérabilité, se fie tout particulièrement aux conseils prodigués par une autre personne alors que cette dernière a conscience que cette confiance existe et qu'elle a un intérêt ou peut tirer un avantage de la conclusion de l'opération recommandée. Quatre facteurs interreliés mais non exhaustifs sous-tendent la détermination du devoir fiduciaire : la vulnérabilité, la confiance, le fait de s'en remettre à l'influence d'une autre personne et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire unilatéral.

Le devoir fiduciaire cherche à protéger les gens vulnérables dans leurs opérations avec autrui, sans pour autant que la vulnérabilité d'une personne entraîne automatiquement l'imposition d'un devoir fiduciaire. Les concepts d'inégalité du pouvoir de négociation et d'abus d'influence sont donc souvent invoqués en matière de devoir fiduciaire.

De façon générale, le devoir fiduciaire en *commonlaw* impose au fiduciaire d'agir de manière désintéressée au mieux des intérêts du bénéficiaire en certaines matières préalablement établies. Le devoir fiduciaire requiert l'application du degré le plus élevé de prudence et de diligence et la plus haute bonne foi tout en prohibant le fait de tirer profit de la relation, à moins que ceci n'ait été expressément convenu entre les parties. Ceci entraîne de plus l'obligation d'éviter tout type de conflit d'intérêts, y compris l'apparence de conflit d'intérêts. La Cour suprême du Canada a d'ailleurs établi, dans l'affaire *Hodgkinson c. Simms*,¹ que pour conclure à l'existence d'un devoir fiduciaire, il faut déterminer dans chaque cas si «une partie est en droit de s'attendre à ce que l'autre agisse dans l'intérêt de cette partie (ou, dans certains cas, dans leur intérêt commun), au détriment de ses propres intérêts particuliers». Le respect des obligations du fiduciaire est évalué objectivement par les tribunaux et la bonne foi ou les motivations du fiduciaire sont dès lors non pertinentes.

¹[1994] 3 R.C.S. 377

Plusieurs relations sont caractérisées par le fait qu'une personne s'en remet à une autre pour l'accomplissement de certaines tâches. Toutefois, seules les relations qui présenteront des indices suffisants de loyauté, de confiance et d'influence seront qualifiées de fiduciaires et se distingueront des relations entraînant l'application d'un régime de responsabilité ordinaire. Cette loyauté qui caractérise la relation fiduciaire est telle que les manquements au devoir fiduciaire sont fréquemment qualifiés d'abus de loyauté et justifient des conséquences graves .

La gravité de ces conséquences a d'ailleurs eu pour effet de produire une réticence judiciaire à conclure à l'existence d'un devoir fiduciaire, à moins que cette conclusion ne soit nécessaire en raison de l'importance de la confiance que voue le bénéficiaire au fiduciaire potentiel. Ces conséquences affectent principalement le fardeau de preuve qui incombe au bénéficiaire de même que les moyens de défense limités du fiduciaire en raison de certaines présomptions, éléments qui seront abordés plus en détail dans ce Mémoire.

Dans le contexte particulier de la relation entre un client et son conseiller ou courtier en valeurs mobilières, il convient de rappeler que cette relation n'est présentement pas fiduciaire en soi. La simple fourniture de conseils et l'exécution d'ordre de transiger ne sont pas des éléments suffisants pour faire naître une relation fiduciaire. Par contre, les cas de gestion discrétionnaire ou les situations où un client, en raison de sa vulnérabilité particulière, s'en remet à son conseiller au point d'accepter systématiquement les recommandations de ce dernier, créant ainsi une situation de gestion *de facto*, seront généralement qualifiés de relations fiduciaires.

Il importe de souligner que les relations de conseil sont généralement caractérisées par la confiance. Néanmoins, ce ne sont pas toutes les relations de conseil en matière de placements qui ont été définies comme étant fiduciaires. Le client investisseur doit établir que la confiance qu'il avait envers son conseiller ou courtier était telle qu'il abandonnait son pouvoir décisionnel entre les mains de ce dernier. En imposant un devoir fiduciaire statutaire à l'ensemble des conseillers et courtiers en valeurs mobilières, cette approche jurisprudentielle développée au fil des ans dans une perspective d'équilibrer les droits et obligations des parties serait modifiée, engendrant ainsi une multitude d'incertitudes juridiques, ce qui nous amène à aborder notre première préoccupation.

II) INCERTITUDES JURIDIQUES QU'ENGENDRERAIT L'ADOPTION D'UN DEVOIR FIDUCIAIRE

Dans le Document de consultation, les ACVM font état de plusieurs avantages potentiels découlant de l'imposition d'un devoir fiduciaire à la relation client-conseiller. L'un de ces avantages serait l'élimination de toute incertitude juridique quant à l'existence d'un devoir fiduciaire.

Or, il s'agit d'une fausse prémisse puisqu'il n'existe présentement aucune incertitude juridique à ce sujet. Tel que mentionné précédemment, la relation entre un investisseur et un conseiller ou un courtier en valeurs mobilières n'est pas fiduciaire en soi. Par contre, les tribunaux reconnaissent l'existence d'un devoir fiduciaire dans les cas précédemment explicités où le conseiller ou le courtier a l'opportunité d'exercer des pouvoirs discrétionnaires – réels ou *de facto* – sur la gestion du portefeuille de son client. Le fait que la détermination de l'application d'un devoir fiduciaire à la relation client-conseiller soit faite sur une base de cas par cas n'a pas pour effet de créer une incertitude juridique quant à son existence.

En revanche, l'introduction d'un devoir fiduciaire imposé de façon systématique et uniforme à l'ensemble des conseillers et courtiers en valeurs mobilières fournissant des conseils aux clients de détail aura pour effet d'engendrer une multitude d'incertitudes juridiques.

a) Le devoir fiduciaire « restreint » proposé par les ACVM

Le devoir fiduciaire proposé par les ACVM est un devoir fiduciaire complet, au sens traditionnel entendu par la *commonlaw*. Ainsi, même s'il est fait référence, sans plus d'explication, à un devoir « restreint », aucun indice d'une telle restriction n'apparaît dans la formulation proposée dans le Document de consultation. D'autre part, ce concept de devoir fiduciaire « restreint » n'existe pas en droit. Puisque les tribunaux ne sont pas liés par les avis exprimés par les ACVM, il n'est pas dit qu'ils seront disposés à baliser un devoir fiduciaire « restreint », jusqu'ici inconnu en droit.

Il ne faut pas perdre de vue qu'à trop restreindre les éléments fondamentaux du devoir fiduciaire traditionnel afin de respecter les particularités de l'industrie des valeurs mobilières, on risque d'y perdre son essence. En raison de cette incertitude quant à la portée du devoir fiduciaire proposé, deux cas de figure doivent être envisagés. Tout d'abord, il est possible que le devoir fiduciaire proposé soit appliqué par les tribunaux d'une façon plus contraignante qu'envisagé. À l'inverse, toute « restriction » pourrait avoir pour effet de « diluer » le devoir fiduciaire imposé au point où il ne produira plus

les effets escomptés. Dans ces deux cas de figure, le résultat potentiel n'est pas souhaitable.

Cette incertitude juridique est accrue au Québec, où les tribunaux ont toujours qualifié de « mandant-mandataire » l'essentiel de la relation entre le client et son conseiller ou courtier en valeurs mobilières. Imposer aux tribunaux québécois un concept minutieusement développé par les tribunaux de *commonlaw* et étranger au droit civil québécois ne peut que créer des difficultés additionnelles et de la confusion.

D'ailleurs, au Québec, les conseillers et courtiers en valeurs mobilières sont déjà tenus d'agir dans le meilleur intérêt du client en vertu des règles du mandat et des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Le *Code civil du Québec* encadre la relation client-conseiller grâce aux dispositions concernant le mandat et l'administration du bien d'autrui. Ainsi, le *Code civil du Québec* prévoit un régime autonome déjà développé jurisprudentiellement et imposant des devoirs de prudence, diligence et honnêteté aux conseillers et courtiers. Les tribunaux ont par contre fréquemment rappelé que le devoir fiduciaire de *commonlaw* n'est pas intégré dans toutes ses modalités et conséquences en droit québécois et ceci pourrait donc créer des incertitudes additionnelles dans l'éventualité d'une mise en œuvre de ce nouveau devoir statutaire.

b) Incohérences entre le devoir fiduciaire traditionnel et certains éléments propres au domaine des valeurs mobilières

L'incertitude juridique résultant de l'imposition d'un devoir fiduciaire aux conseillers et courtiers en valeurs mobilières sera accrue en raison des incohérences entre le devoir fiduciaire traditionnel et certains éléments propres à l'industrie des valeurs mobilières. Il faut rappeler que le devoir fiduciaire traditionnel requiert du fiduciaire que son entière loyauté soit mise au service des intérêts de ses bénéficiaires. Ce devoir entraîne une exclusion complète des conflits d'intérêts, tant actuels que potentiels (la règle du « No Conflict ») et des profits faits aux dépens des bénéficiaires (la règle du « No Profit »). Le fiduciaire doit donc écarter toutes considérations autres que celle de servir entièrement les intérêts du bénéficiaire. Il va sans dire que l'application stricte d'un devoir fiduciaire à l'industrie des valeurs mobilières aura des impacts majeurs, qui n'auront peut-être pas été voulus ou envisagés. Deux éléments principaux sont à considérer :

- 1. Les modes de rémunération :** Un fiduciaire n'est pas autorisé à tirer profit de la relation fiduciaire, puisque ceci entraîne automatiquement un conflit d'intérêts, allant ainsi à l'encontre des règles fondamentales du « No Conflict » et du « No Profit ». Ainsi, un fiduciaire ne peut tirer un profit de la relation que dans des cas limités.

Bien sûr, la rémunération est un enjeu important pour le public investisseur et les conseillers et courtiers en valeurs mobilières doivent prendre leurs responsabilités à cet égard. À ce sujet, des consultations sont présentement en cours auprès des membres de l'OCRCVM sur les structures de rémunération, pouvant apporter des réponses aux préoccupations des investisseurs et des ACVM quant à la gestion des conflits d'intérêts issus des modes de rémunération. En outre, les ACVM viennent de publier un document de consultation 81-407 sur les frais des organismes de placement collectif dans une perspective de protection des investisseurs. L'imposition systématique et uniforme d'un devoir fiduciaire à l'ensemble des conseillers et courtiers en valeurs mobilières, sans évaluer adéquatement les impacts potentiels pour les investisseurs de l'utilisation d'une structure de rémunération particulière, risque donc de compromettre ces consultations et le système de rémunération actuel tout en engendrant des conséquences négatives non souhaitées tout particulièrement à l'égard des petits investisseurs de détails.

- 2. La gestion des conflits d'intérêts :** Au-delà de la rémunération, d'autres conflits d'intérêts sont inhérents à l'industrie des valeurs mobilières sans que ceci ne pose en soi de problèmes significatifs, des balises réglementaires ayant été mises en place afin de les gérer convenablement et de s'assurer du comportement adéquat des conseillers et courtiers en ces matières. Cependant, en raison de la prohibition totale et sans nuance de toutes formes de conflits d'intérêts, même mineur et bien géré, dans le cadre d'une relation fiduciaire, l'industrie des valeurs mobilières devra faire face à une incertitude juridique additionnelle quant à la gestion appropriée de ces conflits spécifiques au domaine des valeurs mobilières.

Il est hasardeux de prévoir comment les tribunaux traiteront cet enjeu au regard des principes issus du devoir fiduciaire. Cette problématique s'impose avec vigueur en matière d'offre de produits non-indépendants (Fonds mutuels) (« proprietary products »), et dans le cas du rôle des départements de recherche au sein des maisons de courtage en valeurs mobilières. Or, à moins de prévoir

une exception à la règle prohibant totalement et sans nuance toutes formes de conflits d'intérêts pour ces situations particulières, les pratiques actuelles de l'industrie et la collecte de capitaux seront inévitablement affectées.

c) L'intensité de l'obligation de conseil et les critères permettant d'en évaluer le respect

Le Document de consultation indique que l'un des avantages potentiels découlant de l'imposition d'un devoir fiduciaire serait que les conseillers et courtiers devraient recommander des investissements au mieux des intérêts du client et non seulement des investissements convenables. Or, ceci aura pour effet de créer une incertitude additionnelle quant aux obligations des conseillers et courtiers. En effet, si la convenance des placements n'est plus la règle permettant d'évaluer les recommandations données par le conseiller ou le courtier, comment devra-t-on déterminer si ces derniers ont satisfait à leur obligation accrue de donner « le meilleur conseil »?

Les conseillers et courtiers en valeurs mobilières sont tenus à une obligation « de moyens », soit de prendre les moyens raisonnables à leur disposition afin d'exécuter le mandat qui leur est confié. En raison des aléas importants dans le domaine des valeurs mobilières, les conseillers et courtiers ne peuvent promettre un résultat particulier. Il faut donc s'interroger sur la façon dont les tribunaux pourront concilier une telle règle « du meilleur produit » d'investissement avec la traditionnelle obligation « de moyens » des conseillers et courtiers. Est-ce à dire que l'introduction d'un devoir fiduciaire dans l'activité de conseil au détail aura pour effet de transformer l'intensité de l'obligation de conseil d'une obligation « de moyens » à une obligation « de résultat » ou encore à une « responsabilité stricte »?

Tant que ne sera pas clarifié le contenu de cette obligation accrue de donner « le meilleur conseil », cette incertitude persistera et pourrait imposer des devoirs additionnels que ne devraient pas assumer les conseillers et courtiers. Or, nous estimons qu'il est impossible d'établir des critères objectifs permettant de déterminer si un placement est à tous égards « meilleur » qu'un autre. L'offre de produits de placement est telle qu'il serait hasardeux de prétendre qu'une comparaison exhaustive des différents produits puisse être faite pour chaque transaction effectuée sans une augmentation significative des coûts ou une limitation de l'offre de produits de placement, au désavantage du public investisseur dans les deux cas.

Le Document de consultation mentionne que cette obligation accrue aurait pour effet « que les investisseurs acquerraient des investissements appropriés à un meilleur prix ou de meilleurs investissements au même prix ». Les frais incidents aux divers produits de placement semblent donc être une considération importante pour les ACVM. Nous souhaitons donc rappeler que les modifications aux Règles de l'OCRCVM dans le cadre du nouveau Modèle de Relation Client-Conseiller (ci-après le « **MRCC** ») délimitent déjà les enjeux en cette matière. En effet, les nouvelles Règles relatives aux conflits d'intérêts, à la divulgation des frais et celle à venir sur les rapports de rendement permettront aux investisseurs d'être pleinement informés des frais associés à chacun de leurs placements, leur permettant ainsi de comparer le rendement de chacun et de les évaluer. Ces nouvelles Règles permettant de gérer adéquatement les enjeux liés aux frais incidents à un placement, nous sommes d'avis que le remplacement de la norme de convenance par une norme du « meilleur intérêt du client » ne créerait que des incertitudes et conséquences non désirées.

III) CONSÉQUENCES SUR LA RELATION CONSEILLERS-CLIENTS

Au-delà des incertitudes juridiques ainsi créées, les investisseurs pourraient assimiler l'implantation d'un devoir fiduciaire comme une « garantie », une « assurance » contre les risques qu'ils assumeraient normalement en vertu du droit actuel. En considérant les incertitudes juridiques précédemment mentionnées, il y a lieu de croire que les tribunaux pourraient également franchir ce pas – pourtant non souhaitable.

Nous avons précédemment souligné que l'imposition d'un devoir fiduciaire entraîne des conséquences significatives. Parmi ces conséquences, plusieurs présomptions sont liées à la reconnaissance d'un devoir fiduciaire traditionnel. Tout d'abord, un renversement du fardeau de preuve s'effectue dès qu'une preuve *prima facie* de l'existence d'un devoir fiduciaire est établie – ce qui est automatiquement le cas lorsque le devoir fiduciaire est d'origine légale. Dès lors, il incombe au fiduciaire de repousser une présomption d'influence induite en démontrant l'absence de manquement au devoir fiduciaire, en invoquant la prescription du recours ou une défense de *commonlaw*.

La portée du devoir fiduciaire est telle que la bonne foi ou la mauvaise foi du fiduciaire ou la preuve d'une perte subie par le bénéficiaire ne sont pas pertinentes afin de démontrer un manquement au devoir fiduciaire. En conséquence, le bénéficiaire du devoir fiduciaire n'aurait pas la même obligation de minimiser ses dommages que celle qu'il assumerait normalement dans le cadre des autres poursuites en vertu d'un régime de responsabilité ordinaire.

La Cour suprême du Canada, dans l'affaire *Canson Enterprises Ltd. c. Boughton & Co.*,² mentionne ce qui suit quant à l'obligation du bénéficiaire de minimiser ses dommages :

When the plaintiff, after due notice and opportunity, fails to take the most obvious steps to alleviate his or her losses, then we may rightly say that the plaintiff has been "the author of his own misfortune." At this point the plaintiff's failure to mitigate may become so egregious that it is no longer sensible to say that the losses which followed were caused by the fiduciary's breach. But until that point mitigation will not be required.

La formulation utilisée par la Cour suprême afin de limiter l'obligation du bénéficiaire de minimiser ses dommages pourrait avoir un impact considérable dans l'industrie des valeurs mobilières et faire office en quelque sorte d'une « assurance » partielle contre les risques associés aux placements les plus spéculatifs.

Finalement, les manquements allégués au devoir fiduciaire permettent aux tribunaux de prendre en considération certains éléments additionnels qui seraient normalement considérés comme non pertinents. Les tribunaux peuvent ainsi tenir compte des pratiques commerciales, des codes de conduite et des autres réglementations applicables, ce qui introduit le risque sérieux d'imposer aux conseillers et courtiers une adéquation inappropriée entre la faute civile et la faute réglementaire. Dans un milieu aussi réglementé que celui des valeurs mobilières, ce risque est particulièrement important dans la mesure où un accroc à une Règle de l'OCRCVM peut être un manquement réglementaire sans pour autant constituer une faute civile.

Ainsi, en considérant le faible fardeau de preuve que les investisseurs auraient à remplir lors d'une poursuite civile et les moyens de défense limités dont disposeraient les conseillers et courtiers, l'application systématique et uniforme du devoir fiduciaire sans analyser les profils d'investissement, la tolérance au risque, les objectifs de placement,

²[1991] 3 R.C.S. 534

la situation financière ou les connaissances en placements des investisseurs pourrait créer chez ces derniers un sentiment d'impunité. Or, on sait qu'il serait inconvenant d'accorder à tous les investisseurs une telle protection, sans égard à leur condition propre et sans avoir laissé au tribunal l'opportunité d'analyser chaque situation particulière.

De plus, contrairement à ce qui est indiqué dans le Document de consultation, l'imposition d'un devoir fiduciaire n'aurait pas pour effet d'atténuer l'asymétrie de l'information et de la littératie financière entre l'investisseur et son conseiller ou courtier. Nul ne prétendra que l'imposition d'un tel devoir augmenterait la littératie financière des investisseurs. Au contraire, celle-ci serait plutôt exacerbée puisque les investisseurs ne seraient plus incités à parfaire leurs connaissances en matière de placements, pouvant s'en remettre entièrement à leur conseiller ou courtier. Nous ne croyons pas que l'imposition d'une norme ayant pour effet pernicieux de déresponsabiliser les investisseurs face à leurs connaissances en placement soit une bonne chose.

En imposant tel qu'envisagé un devoir fiduciaire aux conseillers et courtiers en valeurs mobilières de façon systématique et uniforme, on ferait en sorte à toutes fins pratiques de :

- Retirer la discrétion inhérente et indispensable aux tribunaux de déterminer le degré de protection auquel un investisseur donné a droit dans les circonstances données de chaque cause. Or, nous sommes d'avis qu'il serait mal avisé d'ignorer les enseignements de nos tribunaux, qui ont su créer au fil des ans un corpus jurisprudentiel équilibré, en imposant une application systématique du devoir fiduciaire;
- Court-circuiter cette analyse, inhérente à l'imposition d'un devoir fiduciaire, qui se justifie normalement en raison de la disproportion significative des aptitudes de chaque partie, de la vulnérabilité du bénéficiaire et du degré de confiance voué aux conseils du conseiller ou courtier en valeurs mobilières. En appliquant un devoir fiduciaire « tous azimuts », sans discernement, à l'ensemble des conseillers et courtiers, peu importe les services offerts, la situation financière et les connaissances en placement du client ou son expérience, l'on fait abstraction de ce principe de base justifiant l'imposition d'un devoir fiduciaire;
- Déresponsabiliser les investisseurs en créant chez ces derniers un sentiment d'impunité et en leur retirant toute motivation à continuer à s'éduquer et à parfaire leurs connaissances en matière de placements.

Ainsi, nous sommes d'avis que les impacts potentiels d'une telle réforme de la norme de conduite des conseillers et courtiers en valeurs mobilières dépassent largement les bienfaits recherchés et que l'imposition d'un devoir fiduciaire serait une méthode trop radicale de remédier aux préoccupations soulevées par les ACVM.

Ceci est d'autant plus paradoxal que l'OCRCVM, avec sa réglementation récente, propose d'accroître la participation des investisseurs dans la relation client-conseiller, en imposant aux conseillers et aux courtiers une communication accrue d'informations pertinentes aux fins de la relation. Ainsi, face à la constatation que les investisseurs ont la fausse croyance que leur conseiller ou courtier a un devoir fiduciaire à leur égard, nous croyons qu'il est plus approprié d'éduquer les investisseurs quant à leurs propres obligations que de transformer cette incompréhension du régime légal actuel en la nouvelle norme applicable, particulièrement en l'absence de considérations d'ordre juridique ou d'intérêt public militant pour son application au bénéfice de l'ensemble des investisseurs.

IV) PERTINENCE DE LA RÉPONSE RÉGLEMENTAIRE RÉCENTE AU REGARD DES PRÉOCCUPATIONS SOULEVÉES PAR LES ACVM

Nous sommes d'avis que le MRCC répond déjà à bien des égards à l'ensemble des préoccupations soulevées par les ACVM dans son Document de consultation. À ce titre, il est important de souligner que l'OCRCVM, dont la mission est de réglementer les conseillers et courtiers en valeurs mobilières et d'encadrer l'ensemble des opérations effectuées sur le marché, n'entend pas créer une obligation fiduciaire par l'introduction de ces nouvelles Règles et est explicite à cet égard. L'OCRCVM, en réponse à des commentaires quant au risque d'introduire involontairement un devoir fiduciaire par le biais du MRCC, souligne que les modifications apportées aux Règles actuelles renforcent la protection accordée aux investisseurs sans faire fi de la nécessaire analyse au cas par cas requise afin d'évaluer si des devoirs accrus de type fiduciaire sont dus à certains investisseurs en raison du lien de confiance plus important de ces derniers envers leur conseiller ou courtier.

L'objectif fondamental du MRCC est de permettre aux investisseurs de mieux connaître ce qu'ils peuvent attendre de leur conseiller ou courtier en valeurs mobilières lorsqu'ils ouvrent un compte auprès d'eux. Cet objectif sera atteint en accroissant la communication entre l'investisseur et son conseiller ou courtier.

Aux termes de la nouvelle Règle 3500 de l'OCRCVM, les conseillers et courtiers devront fournir à leurs clients un document d'information sur la relation client-

conseiller dès l'ouverture d'un compte de courtage. Ce document doit notamment décrire, en langage simple :

- les produits et services offerts par le conseiller ou courtier;
- la relation client-conseiller en fonction du type de compte ouvert;
- le moyen utilisé par le conseiller ou courtier pour évaluer la convenance des placements;
- les conflits d'intérêts actuels et importants propres au conseiller ou au courtier et la façon dont les conflits d'intérêts futurs seront gérés;
- tous les honoraires, frais et coûts liés au maintien du compte et à l'acquisition ou à la détention de placements dans le compte; et
- la façon dont les plaintes seront traitées.

Ainsi, dès le début de la relation, l'investisseur sera dûment informé des obligations de son conseiller ou courtier aux termes de la relation client-conseiller de même que de ses propres droits et obligations au sein de cette relation. Il aura également le bénéfice d'une divulgation en bonne et due forme des conflits d'intérêts actuels affectant sa relation avec son conseiller et son courtier et sera avisé des frais liés au maintien d'un compte de courtage.

La nouvelle Règle 42 de l'OCRCVM précise quant à elle que les conseillers ou courtiers doivent gérer les conflits d'intérêts. La proactivité est maintenant de mise et les conflits d'intérêts devront être gérés efficacement et faire l'objet d'une divulgation appropriée auprès des clients.

La Règle 1300 de l'OCRCVM a été modifiée et, en plus de l'exigence courante de convenance, le MRCC exige un réexamen de la convenance suite à certains événements déclencheurs, tels un transfert de titres, une recommandation ou un changement important. Le client doit être avisé de la réévaluation de la convenance du compte par son conseiller ou courtier, à l'exception des clients détenant des comptes gérés. La Règle modifiée prévoit donc expressément que l'obligation de convenance est une obligation continue, qui affecte l'ensemble des positions détenues dans un compte et ne se limite pas à l'évaluation de la convenance d'un placement pris isolément.

Finalement, des ajouts à la Règle 200 de l'OCRCVM vont éventuellement obliger les conseillers et courtiers en valeurs mobilières à fournir annuellement plusieurs rapports à leurs clients relativement à leurs comptes, dont un rapport sur le coût des positions et des renseignements sur le rendement des comptes. Les investisseurs auront donc en main tous les éléments leur permettant d'évaluer la rentabilité et les risques associés aux investissements faits eu égard aux frais engagés.

Ainsi, cette intervention réglementaire récente de l'OCRCVM répond adéquatement aux préoccupations des ACVM. Les nouvelles Règles précitées visent à atténuer l'asymétrie de l'information entre les investisseurs et leur conseiller ou courtier en augmentant la transparence de la relation et en fournissant, en langage simple, les informations dont les investisseurs ont besoin pour participer activement dans la relation client-conseiller. Ces Règles viennent également renforcer les attentes du régulateur vis-à-vis l'évaluation de la convenance et la gestion des conflits d'intérêts, en obligeant les conseillers et courtiers à être proactifs de façon continue quant à ces sujets et en les contraignant à divulguer tant les honoraires et autres frais que les conflits d'intérêts, même potentiels. Ces actions concrètes apportent donc des réponses aux préoccupations des ACVM tout en protégeant plus adéquatement les investisseurs, sans pour autant les déresponsabiliser.

CONCLUSION

Nous sommes d'avis que l'introduction dans l'activité de conseil d'un devoir légal d'agir à titre de « fiduciaire » envers les clients de détail n'est ni requise ni même souhaitable. Au contraire, ceci engendrerait une multitude d'incertitudes sur le plan juridique, introduisant ainsi un risque sérieux que la volonté initiale des ACVM ne se répercute pas concrètement dans les décisions judiciaires à venir. Ce risque est d'autant plus grand au Québec, où les tribunaux ont toujours été réfractaires à qualifier de « fiduciaire » la relation client-conseiller, régie traditionnellement par les règles du mandat.

De plus, l'imposition systématique et uniforme d'un devoir fiduciaire à tous les conseillers et courtiers en valeurs mobilières sans égard aux faits particuliers de la relation avec chaque client aurait pour effet de déresponsabiliser les investisseurs, qui seraient tous traités sur un pied d'égalité devant les tribunaux, peu importe leur profil d'investissements, leur tolérance aux risques, leur situation financière, leurs connaissances en placement, leur expérience, leur tempérament et même le niveau de confiance qu'ils placent envers leur conseiller ou courtier.

Finalement, nous sommes d'avis que les modifications aux Règles de l'OCRCVM récemment adoptées et introduites par le Modèle de Relation Client-Conseiller répondent adéquatement à l'ensemble des préoccupations exprimées par les ACVM dans le Document de consultation. Ces nouvelles Règles ont pour objectif d'accroître la transparence dans la relation client-conseiller, d'implanter des règles plus sévères en matière de gestion des conflits d'intérêts, de favoriser la participation des investisseurs dans la relation et de resserrer les règles en matière d'évaluation de la convenance.

Certaines de ces Règles sont entrées en vigueur récemment, d'autres le seront bientôt à partir du mois de mars 2013. Il est donc trop tôt pour affirmer que ces Règles ne produiront pas l'effet escompté, notamment en matière de gestion des conflits d'intérêts, et ce malgré ce que laisse sous-entendre le Document de consultation.

Toute relation basée sur la confiance n'est pas pour autant fiduciaire. Une attention particulière aux faits et aux circonstances de chaque cas est nécessaire afin d'éviter une application mécanique du devoir fiduciaire à des relations qui n'en justifient pas l'imposition. Il convient en terminant de rappeler les propos de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Hodgkinson c. Simms* quant à l'application du devoir fiduciaire :

En résumé, les obligations de *commonlaw* ou d'*equity* que les tribunaux feront respecter dans une relation donnée sont adaptées aux particularités juridiques et pratiques de la relation concernée. Pour reprendre une phrase de lord Scarman, [traduction] « [d]ans ce domaine du droit, rien ne saurait remplacer un examen méticuleux des faits ».³

Nous remercions les ACVM de cette opportunité de pouvoir présenter nos commentaires.

Nous demeurons à votre entière disposition pour toute question additionnelle relativement à ce Mémoire.

Veuillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos sentiments distingués.

Signataires :

André BOURRET	Scotia Capitaux inc.
François LAVALLÉE	Financière Banque Nationale inc.
Paul BALTHAZARD	RBC Dominion Valeurs mobilières inc.
Brenda BARTLETT	PWL Capital inc.
Jean-François BERNIER	Interactive Brokers Canada Inc.
Daniel BOISVERT	MacDougall, MacDougall & MacTier inc.
Benoit CARIGNAN	Newedge Canada inc.
Julie GALLAGHER	BMO Nesbitt Burns Ltée
Stephen GAUTHIER	FIN-XO Valeurs mobilières inc.
Pierre GODBOUT	Valeurs mobilières Banque Laurentienne inc.

³[1994] 3 R.C.S. 377, 413-414

Vincent HOGUE	Valeurs mobilières Desjardins inc.
Styves LANGLOIS	Financière Banque Nationale inc.
Jean-François LEVASSEUR	Financière des professionnels inc.
Charles MARTEL	CIBC Wood Gundy
James MELTZER	Gestion Privée Macquarie Inc.
Jean MORIN	CIBC Wood Gundy
Douglas SIMSOVIC	Pavilion Marchés Mondiaux
Sylvain THÉRIAULT	Valeurs mobilières Desjardins inc.
Daniel THOMPSON	Jones Gable & compagnie Ltée

Les signataires de cette lettre de commentaires sont tous membres du Conseil de section du Québec de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières. Les commentaires exprimés par le Conseil de section du Québec reflètent la position des signataires du présent document et n'engage ni le personnel de l'OCRCVM, ni sa direction, ni toute autre section de l'OCRCVM.

February 18, 2013

M^c Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
800, Square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal, Québec H4Z 1G3

Mr. John Stevenson
Secretary
ONTARIO SECURITIES COMMISSION
20 Queen St. W. – Suite 1900
P.O. Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8

**Subject: Canadian Securities Administrators Consultation Paper 33-403 on the
Appropriateness of Introducing a Statutory Best Interest Duty When
Advice Is Provided to Retail Clients**

Dear Sir or Madam,

This Brief is presented in response to a call for comments from the Canadian Securities Administrators (hereinafter the “**CSA**”) in Consultation Paper 33-403 (hereinafter the “**Consultation Paper**”), exploring the appropriateness of introducing a fiduciary duty when advice is provided.

INTRODUCTION

First of all, we would like to thank the CSA for their Consultation Paper describing the debate surrounding the introduction of a fiduciary duty when advice is provided to retail clients. This is an important debate and this Brief intends to offer observations concerning issues that particularly affect the advisers and dealers belonging to the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (hereinafter “**IROC**”).

We are particularly concerned about the potential impact of the systematic and uniform application of a fiduciary duty to all investment advisers and dealers, regardless of the particular circumstances of each case.

We do understand the concerns expressed by the CSA in its Consultation Paper and are sensitive to them. We are of the opinion, however, that introducing a systematic and uniform application of fiduciary duty when advice is provided to retail clients would not have the anticipated beneficial effects and could instead lead to a series of negative effects.

The Consultation Paper suggests that the adoption by other countries of a fiduciary duty when advice is provided to retail clients is an argument in favour of adopting such a duty in Canada. Nonetheless, we must refrain from importing such a practice before taking a closer look at the features of the legal system in each country studied. The solutions applied by a foreign regulator do not always easily mesh with Canada’s specific legal system.

In light of the foregoing, the comments presented in this Brief deal with four main elements: I) fiduciary duty, II) legal uncertainties resulting from the adoption of a fiduciary duty, III) the inevitable effect of taking responsibility away from investors, and IV) the relevance of recent regulatory responses to address the concerns of both investors and the CSA.

I) FIDUCIARY DUTY

First of all, it should be noted that fiduciary duty has been painstakingly studied and developed in common law courts for hundreds of years, starting with *Keech v. Sandford*, the decision made by England's Chancery Division in 1726. This concept is difficult to define, since it is vague and is applied in case law on a case-by-case basis, but has adverse effects when imposed.

Fiduciary duty may originate from law or from circumstances, in application of common law equity principles. The courts generally recognize the existence of a fiduciary duty when one person, because of his vulnerability, relies heavily on the advice given by another person, and this other person is aware that this trust exists and that he has an interest in or may derive benefit from the conclusion of the recommended transaction. Four interrelated, but not exhaustive, factors underlie the determination of fiduciary duty: vulnerability, trust, reliance on another person and unilateral exercise of discretionary power.

Fiduciary duty seeks to protect vulnerable people in their transactions with other parties, without a person's vulnerability automatically resulting in the imposition of a fiduciary duty. The concepts of unequal bargaining power and undue influence are therefore often cited in relation to fiduciary duty.

In general, common law fiduciary duty requires the fiduciary to act in a disinterested manner in the best interests of the client in certain predetermined areas. Fiduciary duty demands the application of the highest degree of prudence and diligence and utmost good faith, while prohibiting taking advantage of the relationship, unless this has been expressly agreed upon between the parties. This also results in the obligation to avoid any type of conflict of interest, including the appearance of conflict of interest. The Supreme Court of Canada has furthermore established, in the matter of *Hodgkinson v. Simms*,¹ that in order to find that a fiduciary duty exists, it must be determined in each case whether "the one has the right to expect that the other will act in the former's interests (or, in some instances, in their joint interest) to the exclusion of his own several interests". Compliance with the fiduciary's obligations is assessed objectively by the courts and the fiduciary's good faith or motivations are no longer relevant.

¹ [1994] 3 S.C.R. 377

Many relationships are characterized by the fact that one person relies on another to perform certain tasks. However, only those relationships that present sufficient indication of loyalty, trust and influence will be referred to as fiduciary and be distinguished from relationships that result in the application of an ordinary liability regime. The loyalty that characterizes the fiduciary relationship is such that breaches of fiduciary duty are often referred to as the abuse of a loyalty and justify significant consequences.

Such consequences have had the effect of creating some judicial reluctance to rule in favour of the existence of a fiduciary duty, unless this finding is necessary because of the extent of the beneficiary's trust in the potential fiduciary. Such consequences chiefly affect the burden of proof incumbent on the beneficiary as well as the fiduciary's limited defences on account of certain presumptions, elements which will be dealt with in more depth in this Brief.

In the specific context of the relationship between a client and his investment adviser or dealer, it is important to remember that this relationship is presently not a fiduciary relationship *per se*. Simply providing advice and executing trade orders are not sufficient to give rise to a fiduciary relationship. On the other hand, cases of discretionary management or situations in which a client, because of his specific vulnerability, relies on his adviser to the point of systematically accepting his recommendations, thereby creating a *de facto* management situation, will generally be referred to as fiduciary relationships.

It is important to emphasize that advisory relationships are generally characterized by trust. However, not all investment advisory relationships are defined as being fiduciary. The investor client must establish that his trust in his adviser or dealer was such that he gave over decision-making power to the adviser or dealer. By imposing a statutory fiduciary duty on all investment advisers and dealers, this would alter the jurisprudential approach developed over the years from a perspective of balancing the rights and obligations of the parties, and would thereby result in a multitude of legal uncertainties, which leads us to our first concern.

II) LEGAL UNCERTAINTIES THAT WOULD BE CAUSED BY THE ADOPTION OF A FIDUCIARY DUTY

In the Consultation Paper, the CSA describe several potential benefits of imposing a fiduciary duty on the client relationship. One of these benefits would be the elimination of any legal uncertainty about the existence of a fiduciary duty.

However, this is a false premise since there is at present no legal uncertainty in this regard. As mentioned earlier, the relationship between an investor and an investment adviser or dealer is not fiduciary *per se*. However, the courts recognize the existence of a fiduciary duty in the cases explained above in which the adviser or dealer has the opportunity to exercise discretionary powers – real or *de facto* – over his client’s portfolio management. The fact that the application of fiduciary duty to the client relationship is determined on a case-by-case basis does not create legal uncertainty concerning its existence.

On the other hand, imposing a fiduciary duty in a systematic and uniform manner on all investment advisers and dealers providing advice to retail clients would result in a multitude of legal uncertainties.

a) “Limited” application of fiduciary duty proposed by the CSA

The fiduciary duty proposed by the CSA is a complete fiduciary duty in the traditional common law sense. Even if reference is made, without further explanation, to a “limited” duty, no indication of such a limitation is given in the formulation proposed in the Consultation Paper. Furthermore, this concept of “limited” fiduciary duty does not exist in law. Since the courts are not bound by the opinions expressed by the CSA, there is no guarantee that they would be willing to define a “limited” fiduciary duty, heretofore unknown in law.

We must not forget that by being too restrictive about the basic elements of traditional fiduciary duty in order to respect the particularities of the securities industry, we risk losing its essence. Because of this uncertainty over the scope of the proposed fiduciary duty, two scenarios must be considered. First, the proposed fiduciary duty could end up being applied more restrictively by the courts than envisaged. Or, on the contrary, any “limitation” could have the effect of “diluting” the imposition of fiduciary duty to the point that it would no longer produce the desired effects. In these two scenarios, the potential result is not a desirable one.

This legal uncertainty is increased in Quebec, where the courts have always qualified the essence of the relationship between the client and his investment adviser or dealer as “mandator/mandatory”. Imposing a concept on Quebec courts that has been painstakingly developed by common law courts and is foreign to Quebec civil law can only create further difficulties and confusion.

Furthermore, in Quebec, investment advisers and dealers are already required to act in the client’s best interests under the rules of the mandate and the provisions of the *Securities Act*. The *Civil Code of Québec* provides a framework for the client relationship through provisions concerning the mandate and the administration of the property of others. Thus, the *Civil Code of Québec* provides an independent regime that has already been developed in case law and imposes duties of prudence, diligence and honesty on advisers and dealers. The courts, moreover, have often pointed out that the terms, conditions and consequences of fiduciary duty at common law are not fully integrated into Quebec law, which could create additional uncertainty in the event that such a new statutory duty is introduced.

b) Inconsistencies between traditional fiduciary duty and certain elements specific to the securities industry

The legal uncertainty resulting from the imposition of a fiduciary duty on investment advisers and dealers will be increased on account of the inconsistencies between traditional fiduciary duty and certain elements specific to the securities industry. It must be remembered that traditional fiduciary duty requires the fiduciary to act faithfully in the best interests of his beneficiaries. This duty means the complete exclusion of conflicts of interest, both real and potential (the “No Conflict” rule) and making a profit at the beneficiaries’ expense (the “No Profit” rule). The fiduciary must therefore set aside all considerations other than acting entirely in the beneficiary’s interests. It goes without saying the strict application of fiduciary duty to the securities industry will have major impacts which may be unexpected or unwanted. Two main elements must be considered:

- 1. Compensation methods:** A fiduciary is not authorized to derive benefit from the fiduciary relationship, since this automatically results in a conflict of interest that goes against the fundamental rules of “No Conflict” and “No Profit”. A fiduciary therefore cannot profit from the relationship except in limited cases.

Naturally, compensation is an important issue for the investing public, and investment advisers and dealers must assume their responsibilities in this regard. It is worth mentioning that consultations are currently underway with IIROC members concerning compensation structures, which may offer a solution to the concerns of investors and the CSA regarding the management of conflicts of interest resulting from compensation methods. The systematic and uniform imposition of a fiduciary duty upon all investment advisers and dealers, without properly assessing the potential impact for investors of using a specific compensation structure, may therefore compromise such consultations and the current system of compensation while causing unwanted negative consequences particularly for small retail clients.

- 2. Management of conflicts of interest:** Above and beyond compensation, there are other conflicts of interest inherent in the securities industry without this in itself presenting any significant problems, since regulatory guideposts have been put in place to manage them appropriately and ensure that advisers and dealers conduct themselves properly in these areas. However, because of the total and unequivocal prohibition of all forms of conflict of interest, even minor and well-managed ones, in a fiduciary relationship, the securities industry will need to face additional legal uncertainty when it comes to appropriate management of such conflicts specific to the securities industry.

It is perilous to try to predict how the courts will deal with this issue in regard to the principles arising from fiduciary duty. It is a particularly thorny problem in providing proprietary products in the case of the role of research departments at securities brokerage firms. However, unless an exception is provided to the rule that totally and unequivocally prohibits all forms of conflict of interest in these specific situations, the industry’s current practices and capital-raising will inevitably be affected.

c) Weight of the advisory obligation and standards for evaluating compliance

The Consultation Paper indicates that one of the potential benefits of imposing a fiduciary duty would be that advisers and dealers must recommend investments that are in the client's best interests, not just suitable. However, this would have the effect of creating additional uncertainty concerning the obligations of advisers and dealers. If the suitability of investments is no longer the rule for evaluating the recommendations given by the adviser or dealer, then how can we determine whether they have met their increased obligation to give "the best advice"?

Investment advisers and dealers have an obligation "of means", i.e. to make the reasonable efforts at their disposal to execute the mandate assigned to them. Because of all the unknowns in the securities industry, advisers and dealers cannot promise a particular result. We must therefore question how the courts will be able to reconcile such a "best investment product" rule with the advisers' and dealers' traditional obligation "of means". Does this mean that the introduction of a fiduciary duty when advice is provided to retail clients will turn the weight of the advisory obligation from an obligation "of means" into an obligation "of result" or even a "strict liability"?

As long as the content of this increased obligation to give "the best advice" is not clarified, this uncertainty will persist and may impose additional duties that should not be assumed by advisers and dealers. However, we consider it impossible to establish objective standards to determine whether one investment is "better" than another in every way. The provision of investment products is such that it would be dangerous to claim that an exhaustive comparison of the different products can be done for each transaction performed without a significant increase in costs or a more limited offering of investment products, which would be to the disadvantage of the investing public in both cases.

The Consultation Paper states that this increased obligation could have the effect "of investors acquiring an appropriate investment at a lower price or acquiring a better investment at the same price". Charges for various investment products therefore seem to be an important consideration for the CSA. We would therefore like to remind you that the amendments to IIROC Rules introduced in the new Client Relationship Model (hereinafter "**CRM**") already define the issues in this area. In fact, the new Rules regarding conflicts of interest, fee disclosure and the upcoming Rule on performance reporting will allow investors to be fully informed of the charges associated with each of their investments, thereby allowing them to compare the performance of each one and assess them. Since these new Rules will make it possible to properly manage the

issues related to the incidental charges for an investment, we are of the opinion that the replacement of the suitability standard by a “best interest” standard would create only uncertainty and unwanted consequences.

III) CONSEQUENCES ON ADVISOR/CLIENT RELATIONSHIP

Beyond the legal uncertainties thus created, investors could take a fiduciary duty as being a “guarantee”, or an “insurance” against the risks that they would normally assume under the current law. In considering the previously mentioned legal uncertainties, there is reason to believe that the courts could also take this step – an undesirable one.

We previously emphasized that imposition of a fiduciary duty leads to significant consequences. Among these consequences, a number of presumptions are linked to the recognition of a traditional fiduciary duty. First of all, there is a reversal of the burden of proof as soon as *prima facie* proof of a fiduciary duty is established – which is automatically the case when fiduciary duty is of legal origin. Accordingly, it falls to the fiduciary to rebut a presumption of undue influence by proving that there was no breach of fiduciary duty on the basis of limitation of the action or a common law defence.

The scope of fiduciary duty is such that the fiduciary’s good faith or bad faith or proof of loss suffered by the beneficiary are irrelevant in demonstrating a breach of fiduciary duty. Consequently, the beneficiary of the fiduciary duty would not have the same obligation of mitigating his damages as the one he would normally assume in other proceedings under an ordinary liability regime.

In *Canson Enterprises Ltd. v. Boughton & Co.*,² the Supreme Court of Canada stated the following in regard to the beneficiary’s obligation to mitigate his damages:

When the plaintiff, after due notice and opportunity, fails to take the most obvious steps to alleviate his or her losses, then we may rightly say that the plaintiff has been "the author of his own misfortune." At this point the plaintiff's failure to mitigate may become so egregious that it is no longer sensible to say that the losses which followed were caused by the fiduciary's breach. But until that point mitigation will not be required.

² [1991] 3 S.C.R. 534

The wording used by the Supreme Court to limit the beneficiary's obligation to mitigate his damages could have a considerable impact on the securities industry and serve somewhat as a partial "insurance" against the risks associated with more speculative investments.

Lastly, the alleged breaches of fiduciary duty allow the courts to take certain additional elements into consideration that would normally be considered irrelevant. The courts can therefore take into account commercial practices, codes of conduct and other applicable regulations, with the attendant serious risk of imposing an inappropriate balance between civil fault and a breach of regulation for advisers and dealers. In an environment as regulated as the securities industry, this risk is particularly significant in that a violation of an IIROC Rule may constitute a breach of a regulation without actually being a civil fault.

Therefore, given the slight burden of proof that investors would need to meet in civil proceedings and the limited defences available to advisers and dealers, the systematic and uniform application of fiduciary duty without analyzing investors' investment profiles, risk tolerance, investment objectives, financial circumstances or investment knowledge could give rise to an attitude of impunity among the investors. We know that it would be improper to grant such protection to all investors without regard for their specific condition and without giving the court a chance to analyze each specific situation.

Furthermore, contrary to what is stated in the Consultation Paper, imposition of a fiduciary duty would not mitigate information and financial literacy asymmetry between investors and their advisers or dealers. Imposition of a fiduciary duty would not increase financial literacy of investors. At the contrary, it would be worse because investors would no longer be motivated to increase their investment knowledge since they could rely entirely on their adviser or dealer. We do not believe that imposition of a standard having the adverse effect of taking away responsibility from investors for their investment knowledge is a good idea.

In imposing a systematic and uniform fiduciary duty as envisioned on investment advisers and dealers, we would for all practical purposes:

- Remove the courts' inherent and indispensable discretion to determine the degree of protection to which a specific investor is entitled in view of the particular circumstances of each case. We are of the opinion that it would be unwise to ignore the teachings of our courts, which over the years have created a balanced corpus of case law, and to impose the systematic application of fiduciary duty;

- Short-circuit this analysis, inherent to the imposition of fiduciary duty, which is normally justified because of the significant imbalance between each party's skills, the vulnerability of the beneficiary and the degree of trust in the advice of the investment adviser or dealer. In applying fiduciary duty "wholesale", or indiscriminately, to all advisers and dealers, regardless of the services provided, or the client's financial circumstances, investment knowledge or experience, we disregard the basic principle justifying the imposition of a fiduciary duty;
- Take responsibility away from investors, thereby fostering an attitude of impunity among them while removing any motivation to continue learning and to hone their investment knowledge.

Therefore, we are of the view that the potential impact of such a reform of investment advisers' and dealers' standard of conduct would far outweigh the benefits sought, and that imposition of a fiduciary duty would be an excessively radical method of remedying the concerns raised by the CSA.

This is particularly paradoxical because in its recent regulations, IIROC proposes to increase the involvement of investors in the client relationship by requiring advisers and dealers to enhance communication of relevant information for purposes of the relationship. Hence, in view of the finding that investors harbour the false belief that their adviser or dealer has a fiduciary duty toward them, we think that that it would be more appropriate to educate investors about their own obligations instead of transforming their misunderstanding of the current legal system into a new applicable standard, especially since there are no legal or public interest considerations advocating its application for the benefit of all investors.

IV) RELEVANCE OF THE RECENT REGULATORY RESPONSE TO THE CONCERNS RAISED BY THE CSA

We are of the opinion that the Client Relationship Model (CRM) already meets, in many respects, all the concerns raised by the CSA in its Consultation Paper. In this regard, it is important to note that IIROC, whose mission is to regulate investment advisers and dealers and to oversee all market transactions, does not intend to create a fiduciary duty in introducing these new rules, and is explicit in this regard. In response to comments concerning the risk of involuntarily introducing a fiduciary duty through the CRM, IIROC points out that the amendments made to the current Rules strengthen the protection for investors without ignoring the case-by-case analysis required to determine if increased fiduciary duties are owed to some investors because of their greater relationship of trust with their adviser or dealer.

CRM's basic objective is to allow investors to better know what they can expect from their investment adviser or dealer when they open an account with them. This objective will be achieved by increasing the communication between investors and their adviser or dealer.

Under the new IIROC Rule 3500, advisers and dealers are to provide their clients with a relationship disclosure at the time of opening a brokerage account. This disclosure must be written in plain language and describe in particular:

- the products and services offered by the adviser or dealer;
- the client relationship depending on the type of account opened;
- the process used by the adviser or dealer to assess investment suitability;
- current material adviser or dealer conflicts of interest and how future conflicts of interest will be managed;
- all fees, charges and costs associated with operating the account and in making or holding investments in the account; and
- the manner in which complaints will be handled.

Consequently, from the beginning of the relationship, investors will be duly informed of the client relationship obligations of their adviser or dealer, as well as of their own rights and obligations in this relationship. Investors will also benefit from the proper disclosure of current conflicts of interest affecting their relationship with their adviser or dealer, and will be advised of the charges associated with operating a brokerage account.

New IIROC Rule 42 states that advisers or dealers must manage conflicts of interest. Proactive management of conflicts of interest is required for effective management, including disclosure of conflicts to clients, when appropriate.

IIROC Rule 1300 was amended, and in addition to the current suitability requirement, a suitability review is required under the CRM when certain trigger events occur such as a transfer of securities, a recommendation or a material change. Clients must be notified of the account suitability assessment review by their adviser or dealer, except for clients with managed accounts. The amended Rule expressly provides that the suitability requirement is an ongoing requirement that affects all positions held in an account and is not limited to the separate suitability assessment of a single investment.

Finally, additions to IIROC Rule 200 will eventually require that investment advisers and dealers provide a number of reports annually to their clients on their accounts, including a report on the cost of positions and information on the return on accounts. Investors will therefore have on hand all the information they need to assess profitability and the risks associated with the investments made and the cost incurred.

Therefore, IIROC's recent regulations adequately respond to the CSA's concerns. The new Rules cited above aim to mitigate information asymmetry between investors and their adviser or dealer by enhancing client relationship transparency and providing information in plain language that investors need to be actively involved in the client relationship. These Rules also increase the regulator's expectations with regard to suitability assessment and conflict of interest management by requiring advisers and dealers to be proactive on an ongoing basis concerning these matters, and forcing them to disclose fees and other charges, as well as conflicts of interest, even potential ones. These concrete actions therefore meet the CSA's concerns while more adequately protecting investors, without taking responsibility away from them.

CONCLUSION

We are of the opinion that introducing a legal fiduciary duty toward retail clients when advice is provided to them is not required, or even desirable. On the contrary, this would result in a multitude of legal uncertainties, seriously compromising CSA's initial resolve, which may not be concretely reflected in future court decisions. This risk is even greater in Quebec, where the courts have always been reluctant to qualify a client relationship as a fiduciary one, since it has been traditionally governed by the rules of the mandate.

Moreover, the systematic and uniform imposition of a fiduciary duty on all investment advisers and dealers, without consideration of the special circumstances of each client's relationship, would take away responsibility from investors, who would all be treated on the same footing before the courts, regardless of their investment profile, risk tolerance, financial condition, investment knowledge, experience, temperament, and even their relationship of trust with their adviser or dealer.

Finally, we are of the view that the recently adopted amendments to the IIROC Rules introduced by the Client Relationship Model adequately satisfy all the concerns expressed by the CSA in the Consultation Paper. These new Rules aim to enhance client relationship transparency, implement more stringent conflict-of-interest rules, encourage investor participation in the relationship and tighten suitability assessment rules.

Some of these Rules came into force recently, while others will soon be effective in March 2013. It is therefore still too early to state that these Rules will not have their intended effect, particularly in managing conflicts of interest, despite what the Consultation Paper implies.

Any relationship based on trust is not necessarily a fiduciary relationship. Special attention must be paid to the facts and circumstances of each case in order to avoid a mechanical application of fiduciary duty to relationships that do not justify such imposition. In closing, it is fitting to remember the pronouncement of the Supreme Court of Canada in *Hodgkinson v. Simms* concerning the application of fiduciary duty:

In summary, the precise legal or equitable duties the law will enforce in any given relationship are tailored to the legal and practical incidents of a particular relationship. To repeat a phrase used by Lord Scarman, “[t]here is no substitute in this branch of the law for a meticulous examination of the facts”.³

We would like to thank the CSA for this opportunity to present its comments.

We would be pleased to answer any further questions that you may have concerning this Brief.

Yours very truly,

NAME OF ALL SIGNATORIES

André BOURRET	Scotia Capitaux inc.
François LAVALLÉE	Financière Banque Nationale inc.
Paul BALTHAZARD	RBC Dominion Valeurs mobilières inc.
Brenda BARTLETT	PWL Capital inc.
Jean-François BERNIER	Interactive Brokers Canada Inc.
Daniel BOISVERT	MacDougall, MacDougall & MacTier inc.
Benoit CARIGNAN	Newedge Canada inc.

³ [1994] 3 S.C.R. 377, 413-414

Julie GALLAGHER	BMO Nesbitt Burns Ltée
Stephen GAUTHIER	FIN-XO Valeurs mobilières inc.
Pierre GODBOUT	Valeurs mobilières Banque Laurentienne inc.
Vincent HOGUE	Valeurs mobilières Desjardins inc.
Styves LANGLOIS	Financière Banque Nationale inc.
Jean-François LEVASSEUR	Financière des professionnels inc.
Charles MARTEL	CIBC Wood Gundy
James MELTZER	Gestion Privée Macquarie Inc.
Jean MORIN	CIBC Wood Gundy
Douglas SIMSOVIC	Pavilion Marchés Mondiaux
Sylvain THÉRIAULT	Valeurs mobilières Desjardins inc.
Daniel THOMPSON	Jones Gable & compagnie Ltée

The signatories of this letter of comments are all members of the Quebec District Council of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC). The comments expressed by the Quebec District Council reflect the position of the signatories of this document and are not binding IIROC's staff, its management or any other section of IIROC.