Faculté de droit
Université de Montréal et du monde.

Observatoire du droit des marchés financiers

INVESTISSEURS VULNÉRABLES ET APPLICATION DES LOIS :

ANALYSE DE LA JURISPRUDENCE DISCIPLINAIRE DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION

Stéphane Rousseau
Damien Hallé-Hannan

26 mars 2020

Table des matières

1. NOTION D'INVESTISSEUR VULNÉRABLE 12

1.1. LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR : UNE MISE EN CONTEXTE 12

1.1.1. La notion d'investisseur vulnérable 12

1.1.1.1. État des connaissances 12

1.1.1.2. La Loi visant à lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité 13

1.1.2. Typologie des abus 14

1.1.3. Sommaire 15

1.1.3.2.1. Âge 15
1.1.3.2.2. État de santé 15
1.1.3.2.3. Minorités visibles 16
1.1.3.2.4. Degré de connaissances 16

1.2. PERSPECTIVE DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION 17

1.2.1. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières 17

1.2.1.1. Présentation 17

1.2.1.2. Prise de position relative à la vulnérabilité des investisseurs 18

1.2.2. Association canadienne des fonds mutuels (ACFM) 20

1.2.2.1. Présentation 20

1.2.2.2. Prise de position relative à la vulnérabilité 21

1.2.3. Chambre de la sécurité financière (CSF) 23

1.2.3.1. Présentation 24

1.2.3.2. Prise de position relative à la vulnérabilité 24

1.3. SOMMAIRE 26

2. LA PRISE EN COMPTE DE LA VULNÉRABILITÉ DES INVESTISSEURS DANS LES ACTIVITÉS DISCIPLINAIRES DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION 27

2.1. MÉTHODOLOGIE 27

2.1.1. Échantillon 27

2.1.2. Grille d'analyse 28

2.2. OCRCVM 29

2.2.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire 29

2.2.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative 30

2.2.2.1. Décisions disciplinaires 31

2.2.2.1.1. Les types de vulnérabilité 31
2.2.2.1.2. Les infractions et la vulnérabilité 32
2.2.2.1.3. Les sanctions et la vulnérabilité 34
2.2.2.1.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité 36
2.2.2.1.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité 38

2.2.2.2. Ententes de règlement 40

2.2.2.2.1. Les types de vulnérabilité 40
2.2.2.2.2. Les infractions et la vulnérabilité 41
2.2.2.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité 47
2.2.2.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité 49
2.2.2.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité 51

2.3. ASSOCIATION CANADIENNE DES FONDS MUTUELS (ACFM) 56

2.3.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire 56

2.3.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative 57

2.3.2.1. Décisions disciplinaires 59

2.3.2.1.1. Les types de vulnérabilité 59
2.3.2.1.2. Les infractions et la vulnérabilité 61
2.3.2.1.3. Les sanctions et la vulnérabilité 64
2.3.2.1.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité 66
2.3.2.1.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité 68

2.3.2.2. Ententes de règlement 70

2.3.2.2.1. Les types de vulnérabilité 71
2.3.2.2.2. Les infractions et la vulnérabilité 72
2.3.2.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité 73
2.3.2.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité 73
2.3.2.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité 75

2.4. CHAMBRE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE (CSF) 76

2.4.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire 76

2.4.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative 77

2.4.2.1. Les types de vulnérabilité 77

2.4.2.2. Les infractions et la vulnérabilité 78

2.4.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité 81

2.4.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité 83

2.4.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité 84

3. DISCUSSION 87
3.1. PRINCIPAUX CONSTATS 87
Constat 1 : la fréquence des types de vulnérabilité varie 89
Constat 2 : les types de vulnérabilité varient en fonction des OAR 90
Constat 3 : certaines infractions sont liées à la vulnérabilité de l'investisseur 92
Constat 4 : la gravité des sanctions n'est pas liée à la vulnérabilité de l'investisseur (lorsque l'échantillon est élevé) 93
Constat 5 : certains facteurs aggravants et atténuants sont liés à la vulnérabilité de l'investisseur 95
Constat 6 : la vulnérabilité de l'investisseur n'est pas constamment soulignée dans les facteurs aggravants 96
3.2. RECOMMANDATIONS 98
3.2.1. Pour une définition uniforme de la vulnérabilité 98
3.2.2. Revoir la place de la vulnérabilité de l'investisseur dans les lignes directrices sur les sanctions 99
3.2.3. Sensibilisation du personnel de mise en application et des membres des instances disciplinaires 100
3.2.4. Une plus grande vigilance de la part des intermédiaires 100

ANNEXE DES RÉGRESSIONS – OCRCVM – ENTENTES DE RÈGLEMENT **102**

ANNEXE DES RÉGRESSIONS - CSF **109**

INVESTISSEURS VULNÉRABLES ET APPLICATION DES LOIS : ANALYSE DE LA JURISPRUDENCE DISCIPLINAIRE DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION

Stéphane Rousseau, Professeur titulaire de la Chaire en gouvernance et droit des affaires, Université de Montréal[1]

Damien Hallé-Hannan, B. Sc. (Sherbrooke), LL.B. (Montréal), étudiant à la maîtrise en droit des affaires (Montréal) et en sciences économiques (Saint Mary's University)

REMERCIEMENTS

Les auteurs tiennent à remercier la Fondation du droit de l'Ontario et la Fondation du Barreau du Québec pour leur appui à ce projet. Ils tiennent à souligner l'excellent travail de recherche de Julie Boyer et de Laurent Dionne-Legendre qui a soutenu la présente étude. Ils remercient également la professeure Julie Biron qui a lu et commenté des versions antérieures de l'étude, ainsi que Me Christian Saint-Georges qui a procédé à la révision linguistique.

1 L'auteur était administrateur indépendant à la Chambre de la sécurité financière durant la période visée par l'analyse des décisions du Comité de discipline de cet organisme. Les propos exprimés dans cette étude n'engagent que l'auteur.

Introduction

Au cours de la dernière décennie, les investisseurs vulnérables ont fait l'objet d'une attention croissante de la part des régulateurs, des intermédiaires et des associations de protection des épargnants[1]. Ainsi, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont déployé des initiatives destinées à protéger les investisseurs vulnérables, et ce, tant du point de vue de l'amélioration de la littératie financière que de l'application des lois[2]. Les organismes d'autoréglementation (OAR) tels que l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), l'Association canadienne des courtiers en fonds mutuels (ACCFM) et la Chambre de la sécurité financière (CSF) ont appuyé ces initiatives dans le cadre de leurs missions respectives. L'ensemble de ces initiatives ont donné lieu à des réalisations concrètes sous la forme de publications, de programmes de prévention et de sensibilisation destinés aux investisseurs plus vulnérables. À titre d'exemple, au Québec, citons la série de publications produites par l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui sont destinées aux consommateurs et aux intermédiaires et qui traitent de sujets variés, incluant la prévention de la maltraitance financière envers les aînés[3]. À ces initiatives, nous pouvons ajouter celles de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada qui a mis de l'avant une stratégie pour la littératie financière des aînés dans son champ de compétence[4].

---

1 Pour une vue d'ensemble, voir FONDATION CANADIENNE POUR L'AVANCEMENT DES DROITS DES INVESTISSEURS, Rapport sur les investisseurs vulnérables : maltraitance envers les personnes âgées, exploitation financière, abus d'influence et aptitudes mentales diminuées, novembre 2017.

2 Voir Avis 31-354 du Personnel des ACVM, Pratiques recommandées d'interaction avec les clients agés ou vulnérables, 21 juin 2019 <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2019/2019juin21-31-354-avis-acvm-fr.pdf>. Avis de consultation des ACVM, Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites - Modification visant à rehausser la protection des clients âgés et vulnérables, 5 mars 2020.

3 AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Prévenir la maltraitance financière envers les aînés <en ligne : https://lautorite.qc.ca/grand-public/prevention-de-la-fraude/prevenir-la-maltraitance-financiere-envers-les-aines/>; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Protéger un client en situation de vulnérabilité – Guide pratique pour l'industrie des services financiers, 2019 <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/grand_public/publications/professionnels/tous-les-pros/guide-bonnes-pratiques-personnes-vulnerables_fr.pdf>.

4 AGENCE DE LA CONSOMMATION EN MATIÈRE FINANCIÈRE DU CANADA, Stratégie pour la littératie financière des aînées, https://www.canada.ca/fr/agence-consommation-matiere-financiere/programmes/litteratie-financiere/litteratie-financiere-aines.html.

Dans ce contexte, la présente étude s'intéresse au traitement des investisseurs vulnérables dans l'application des lois. Rappelons que le droit des valeurs mobilières a pour objectif d'assurer la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. Le législateur et les régulateurs poursuivent cet objectif en édictant un encadrement qui s'applique aux émetteurs, aux intermédiaires et aux investisseurs. En matière d'encadrement, l'application des règles et des normes constitue un enjeu central. Il ne suffit pas que la loi et la réglementation viennent édicter les normes applicables. Des mécanismes doivent exister pour en favoriser le respect. L'application vise à dissuader les comportements répréhensibles et à favoriser la conformité.

Or, les dossiers intéressants les investisseurs vulnérables forment une portion importante de l'activité de mise en application des régulateurs. À titre d'exemple, l'OCRCVM rapportait qu'en 2014, « la majorité des dossiers sur lesquels s'est penchée la mise en application concernaient les personnes âgées et la convenance »[5]. Pourtant, notre revue de la littérature ne révèle pas d'étude systématique relativement à cette dimension dans l'application des lois[6].

Dans cette perspective, la présente étude a pour objectif d'examiner la prise en compte par les instances disciplinaires des particularités propres aux investisseurs vulnérables lors de poursuites contre les courtiers (courtiers en placement, courtiers d'exercice restreint, courtiers en épargne collective, courtiers en plans de bourses d'études et courtiers sur le marché dispensé) et les personnes physiques inscrites dans une catégorie de discipline en valeurs mobilières leur permettant d'agir à titre de représentant pour le compte d'un courtier. Concrètement, l'étude comporte quatre facettes. Premièrement, elle vise à identifier la nature des manquements qui touchent les investisseurs vulnérables afin d'établir une cartographie permettant de cerner le type d'inconduites méritant une vigilance et des mises en garde particulières. Deuxièmement, elle a pour objectif d'examiner dans quelle mesure les instances disciplinaires tiennent compte des spécificités des investisseurs vulnérables lorsque vient le temps d'apprécier la conduite des intermédiaires en valeurs mobilières (représentants ou courtiers) afin de déterminer l'existence d'un manquement. Troisièmement, l'étude se penche sur l'incidence de la vulnérabilité des investisseurs lors de l'infliction des sanctions par les instances. Enfin sont identifiées des pistes de réflexion et d'actions pour les régulateurs.

---

5 ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport sur la mise en application – Protéger les investisseurs et favoriser des marchés financiers justes, efficaces et compétitifs partout au Canada*, 2014, p. 8.

6 Voir, pour une exception, Clément MABIT, Le régime de sanctions disciplinaires applicable aux courtiers en placement, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2010. Pour une vue d'ensemble de la problématique d'exploitation financière des personnes aînées, voir L'exploitation financière des personnes aînées : prévention, résolution et sanction, Collection Centre d'études en droit économique (CÉDÉ), sous la direction de R. CRÊTE et al., 2014 EYB2014EFP6

1. NOTION D'INVESTISSEUR VULNÉRABLE

1.1. LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR : UNE MISE EN CONTEXTE

1.1.1. La notion d'investisseur vulnérable

1.1.1.1. État des connaissances

Il n'existe pas de définition de l'investisseur vulnérable dans la littérature scientifique. Se référant au sens courant, Dufour définit la personne vulnérable comme « celle qui peut être facilement atteinte, qui se défend difficilement, qui est fragile »[1] . Dans cette perspective, l'investisseur vulnérable est la personne qui a recours aux services d'un intermédiaire financier et qui est dans une situation où elle éprouve des difficultés à défendre ses propres intérêts[2]. La vulnérabilité de l'investisseur peut résulter de caractéristiques personnelles, ainsi que d'éléments relationnels.

De son côté, dans un rapport publié en novembre 2017, la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada) est d'avis que « le terme investisseurs vulnérables désigne les investisseurs âgés, les personnes dont les aptitudes mentales sont instables ou diminuées et les adultes susceptibles de faire l'objet d'abus d'influence ou d'exploitation financière »[3]. Tout en reconnaissant la diversité des acceptions de la notion de « vulnérabilité », cet organisme se concentre sur la vulnérabilité sociale dans le contexte des investissements. À juste titre, FAIR Canada souligne que « la notion de vulnérabilité n'est pas associée aux personnes âgées comme s'il s'agissait d'une caractéristique qui leur serait propre »[4].

Dans un rapport publié en mars 2018, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) constate également que la définition de « consommateur vulnérable » varie selon les organisations[5]. Tout de même, l'OICV note que les définitions tendent à converger vers des facteurs de nature personnelle, telles des incapacités physiques ou cognitives, temporaires ou permanentes, qui accroissent la probabilité et la sévérité des pertes subies à l'occasion d'une ou de plusieurs transactions financières. En somme : « Most definitions of vulnerable consumer refer to those consumers who may be susceptible to

1 Marie-Hélène DUFOUR, Définitions et manifestations du phénomène de l'exploitation financière des personnes âgées, (2014) 44 Revue générale de droit, 235, 245.

2 Josette REY-DEBOVE et Alain REY (dir.), Le Petit Robert 2014 : dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française, (2013) Paris, Le Robert.

3 FONDATION CANADIENNE POUR L'AVANCEMENT DES DROITS DES INVESTISSEURS, *Rapport sur les investisseurs vulnérables : maltraitance envers les personnes âgées, exploitation financière, abus d'influence et aptitudes mentales diminuées*, novembre 2017, p. 21.

4 Ibid.

5 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Senior Investor Vulnerability, Final Report*, FR03/2018, Mars 2018, p. 4.

suffering harm, either temporarily or long term, at the hands of, inter alia, financial services providers or others purporting to be financial services providers »[6].

Finalement, l'AMF propose une définition de la vulnérabilité qui rejoint celle de l'OICV en remarquant qu'une personne devient « vulnérable si ses caractéristiques ou circonstances personnelles entraînent un déclin temporaire ou permanent de ses capacités physiques ou cognitives »[7]. Des facteurs externes tels que « [l]'isolement, le décès d'un conjoint et un réseau qui diminue sont également des facteurs qui augmentent le risque de maltraitance financière »[8].

1.1.1.2. La Loi visant à lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité

L'Assemblée nationale du Québec a adopté en 2016 la Loi visant à lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité[9]. Cette loi a « pour objet de lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité en édictant des mesures qui visent notamment à faciliter la dénonciation des cas de maltraitance et à favoriser la mise en œuvre d'un processus d'intervention concernant la maltraitance envers les aînés ». Visant au premier chef les établissements régis par la Loi sur les services de santé et les services sociaux, la loi s'applique également au secteur financier. Ainsi, l'AMF est partie à l'Entente-cadre nationale pour lutter contre la maltraitance envers les personnes aînées. Cette entente a pour objectif d'assurer « une meilleure protection et apporter l'aide nécessaire aux personnes aînées qui sont victimes de maltraitance et assurer le meilleur processus d'intervention concertée permettant d'y remédier »[10].

Pour les fins de notre étude, la notion de « personne en situation de vulnérabilité » définie dans la Loi visant à lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité est pertinente :

---

6 Ibid.

7 AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Prévenir la maltraitance financière envers les aînés <en ligne : https://lautorite.qc.ca/grand-public/prevention-de-la-fraude/prevenir-la-maltraitance-financiere-envers-les-aines/>. Voir aussi AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Protéger un client en situation de vulnérabilité – Guide pratique pour l'industrie des services financiers, 2019, p. 4 <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/grand_public/publications/professionnels/tous-les-pros/guide-bonnes-pratiques-personnes-vulnerables_fr.pdf>.

8 Ibid.

9 RLRQ, c L-6.3 (L.Q. 2017, c. 10).

10 Entente-cadre nationale pour lutter contre la maltraitance envers les personnes aînées et la mise en place de processus d'intervention concertés <en ligne : http://publications.msss.gouv.qc.ca/msss/document-002212/>.

> une personne majeure dont la capacité de demander ou d'obtenir de l'aide est limitée temporairement ou de façon permanente, en raison notamment d'une contrainte, d'une maladie, d'une blessure ou d'un handicap, lesquels peuvent être d'ordre physique, cognitif ou psychologique; [11]

1.1.2. Typologie des abus

Dans son rapport de 2018, l'OICV propose d'effectuer des distinctions quant aux types d'abus visant les investisseurs vulnérables. Ces distinctions concernent le statut des personnes qui abusent de ces derniers. Elles visent aussi le type d'abus pouvant être commis.

D'une part, nous retrouvons les abus commis par des personnes qui ne sont pas inscrites conformément à un régime d'encadrement des intermédiaires[12]. Ces abus consistent en des manœuvres d'exploitation financière généralement commises par des proches ou des personnes de confiance[13].

> Plusieurs types de comportements ou de crimes s'inscrivent dans la catégorie générique de la maltraitance matérielle ou financière tels que le fait d'encaisser des chèques sans l'autorisation de la personne aînée, d'imiter sa signature, d'exercer des pressions ou de l'influencer pour qu'elle signe des documents, de lui voler ou d'utiliser de façon inappropriée son argent ou ses biens sans son consentement, d'usurper son identité afin d'obtenir certains privilèges ou gains, ainsi que de se servir de façon inappropriée de tout mode de gestion du patrimoine d'autrui.[14]

Les abus peuvent aussi prendre la forme de fraudes financières commises par des tiers qui proposent l'achat de titres hautement spéculatifs ou la participation à des montages financiers frauduleux, tels que les systèmes de Ponzi.

D'autre part, bien qu'ils soient inscrits, des intermédiaires peuvent se livrer à des fraudes financières, voire participer à l'exploitation financière, portant préjudice aux investisseurs vulnérables. De plus, les intermédiaires peuvent proposer des produits d'investissement qui ne conviennent pas à ces derniers en regard de leur profil d'investisseur, en misant sur des éléments tels que la faible littératie financière, la complexité des produits et les techniques de vente sous pression.

---

11 Loi visant à lutter contre la maltraitance envers les aînés et toute autre personne majeure en situation de vulnérabilité, RLRQ, c L-6.3, art. 2.

12 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, Senior Investor Vulnerability, Final Report, FR03/2018, Mars 2018, p. 4.

13 Raymonde CRÊTE et Christine MORIN, La protection juridique des personnes ainées contre l'exploitation financière, (2016) Revue générale de droit, Vol. 46, No. hors série, 5. Voir aussi Groupe de travail visant à réduire la vulnérabilité des personnes ayant recours à une assistance dans le gestion de leurs biens, 21 janvier 2011.

14 Marie BEAULIEU, Roxane LEBOEUF et Raymonde. CRÊTE, « Bases théoriques à la compréhension de la maltraitance matérielle ou financière – Définition », dans L'exploitation financière des personnes aînées : prévention, résolution et sanction, Collection Centre d'études en droit économique (CÉDÉ), sous la direction de Raymonde CRÊTE et al., 2014 EYB2014EFP6.

1.1.3. Sommaire

La diversité des facteurs contribuant à la vulnérabilité fait en sorte qu'il n'existe pas un « portrait type » de l'investisseur vulnérable. À la lumière de notre revue de littérature, nous avons identifié quatre principaux critères pertinents pour qualifier un investisseur de vulnérable.

1.1.3.2.1. Âge

S'agissant des caractéristiques personnelles, l'âge de l'investisseur est habituellement identifié comme un facteur influant sur la vulnérabilité. Les auteurs définissent le statut de personne âgée en ayant recours au sens courant, c.-à-d. une personne retraitée ou âgée de 65 ans ou plus[15]. Il est vrai qu'une personne âgée ne devrait pas être considérée comme étant nécessairement vulnérable. Comme le note Dufour, « [c]onsidérer que toute personne âgée est faible, dépendante ou autrement vulnérable constitue de l'âgisme »[16]. Les auteurs constatent une corrélation entre le vieillissement d'une personne et l'augmentation de son état de vulnérabilité[17]. Plus particulièrement, le processus de fragilisation associé aux personnes âgées se manifeste par un accroissement des probabilités d'être affecté par une détérioration de ses facultés physiques, psychologiques, affectives et cognitives.

1.1.3.2.2. État de santé

Indépendamment de l'âge, l'état de santé de l'investisseur est un élément qui affecte sa vulnérabilité. Qu'ils soient de nature physique ou mentale, les problèmes de santé sont de nature à accroître la dépendance des individus envers autrui, comme le reconnaissent d'ailleurs certaines lois[18]. À titre d'exemple, citons la loi de la Floride qui définit ainsi l'adulte vulnérable :

---

15 Cinthia DUCLOS et Frédéric LEVESQUE « L'incidence de l'âge et de la vulnérabilité de la victime sur l'évaluation de sa part de responsabilité dans le préjudice subi : l'exemple des services financiers », (2016) 46 Revue générale de droit 219, 223; Marie-Hélène DUFOUR, Définitions et manifestations du phénomène de l'exploitation financière des personnes âgées, (2014) 44 Revue générale de droit, 235, 242

16 Marie-Hélène DUFOUR, Définitions et manifestations du phénomène de l'exploitation financière des personnes âgées, (2014) 44 Revue générale de droit, 235, 245.

17 Raymonde CRÊTE et Christine MORIN, La protection juridique des personnes ainées contre l'exploitation financière, (2016) Revue générale de droit, Vol. 46, No. hors série, 5, à la page 6.

18 Raymonde CRÊTE et al, « Les mesures de signalement des situations d'exploitation financière envers les personnes adultes vulnérables aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, en France, en Belgique et au Canada » dans dans L'exploitation financière des personnes aînées : prévention, résolution et sanction, Collection Centre d'études en droit économique (CÉDÉ), sous la direction de R. CRÊTE et al., 2014 EYB2014EFP6.

> "Vulnerable adult" means a person 18 years of age or older whose ability to perform the normal activities of daily living or to provide for his or her own care or protection is impaired due to a mental, emotional, sensory, long-term physical, or developmental disability or dysfunction, or brain damage, or the infirmities of aging.[19]

Essentiellement, il s'agit donc de déterminer si, en raison de l'état de santé physique ou mentale, la personne est « dans l'impossibilité de prendre soin d'elle-même ou de protéger ses biens »[20].

1.1.3.2.3. Minorités visibles

Selon une étude réalisée pour le compte des ACVM, « [l]es minorités visibles représentent un segment de la population plus vulnérable à la fraude »[21]. Au-delà des enjeux linguistiques, la vulnérabilité des minorités visibles paraît découler de leur confiance envers les membres de leur réseau : « ces derniers sont plus enclins à faire confiance aux personnes qui leur sont recommandées par des membres de leur famille ou des amis »[22].

1.1.3.2.4. Degré de connaissances

De nombreux épargnants souffrent d'un manque d'expérience ou de connaissance en matière d'investissements. Dans ces circonstances, un épargnant s'en remettra aux compétences et habiletés professionnelles d'un courtier ou d'un conseiller en valeurs mobilières afin d'assurer une saine gestion de leurs économies[23]. La confiance qu'accorde un épargnant envers ce professionnel de l'investissement constitue un élément central de leur relation. La littérature des sciences juridiques souligne que le degré de confiance varie selon la complexité des services de conseils financiers et de gestion de portefeuille. Il en résulte que plus la prestation de services d'investissements ou les transactions envisagées par le courtier ou conseiller en valeurs mobilières sont complexes, plus l'épargnant est vulnérable et confie aveuglément ses économies au professionnel de l'investissement[24].

---

19 Florida Adult Protective Services Act - Florida Senior, Elder and Retirement Abuse and Exploitation Attorney, 2012 Fla. Statute, c. 415, § 415.102.

20 Marie-Hélène DUFOUR, Définitions et manifestations du phénomène de l'exploitation financière des personnes âgées, (2014) 44 Revue générale de droit, 235, 248.

21 IPSOS REID, « Indice ACVM des investisseurs 2009 », Rapport établi à la demande du Comité sur la sensibilisation des investisseurs des Autorités Canadiennes en valeurs mobilières, Résumé, 5 octobre 2009, en ligne : http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/CSA%20Investor%20Index%202009%20Executive%20Summary_FR.pdf (site consulté le 23 mai 2017), page 2.

22 Ibid.

23 Cinthia DUCLOS et Frédéric LÉVESQUE, L'incidence de l'âge et de la vulnérabilité de la victime sur l'évaluation de sa part de responsabilité dans le préjudice subi : l'exemple des services financiers, (2016) Revue générale de droit, Vol. 46, No. hors série, 219.

24 Raymonde CRÊTE, Marc NACCATO, Marc LACOURSIÈRE et Geneviève BRISSON, Courtiers et conseillers financiers : Encadrement des services de placement, (2011) Volume 1, Collection Centre d'études en droit économique, Cowansville, Éditions Yvon Blais, à la page 194.

1.2. PERSPECTIVE DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION

Les OAR sont des acteurs de l'univers canadien de la réglementation des valeurs mobilières[25]. L'autoréglementation consiste en l'encadrement des activités d'une industrie donnée, en l'espèce celle des valeurs mobilières, par une organisation regroupant des membres de cette industrie, qualifiée d'organisme d'autoréglementation. Un OAR est reconnu comme ayant la capacité d'accomplir des fonctions précises en vue d'assurer la bonne conduite des affaires de ses membres au sein de l'industrie des valeurs mobilières. Ses activités permettent d'assurer une réglementation plus spécifique et mieux adaptée à la réalité et à la complexité du secteur. Les OAR sont assujettis aux autorités en valeurs mobilières des provinces, par lesquelles ils doivent être officiellement reconnus à ce titre afin de pouvoir agir sur leur territoire.

Dans le cadre de notre étude, nous nous intéressons à trois principaux OAR qui sont reconnus au Canada : l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ci-après « OCRCVM »), l'Association canadienne des fonds mutuels (ACFM) et la Chambre de la sécurité financière (CSF). Ces OAR encadrent les courtiers et leurs représentants qui jouent un rôle important dans la protection des investisseurs vulnérables en ce qu'ils « peuvent être parmi les premières à remarquer les indices de vulnérabilité, de diminution des facultés mentales et d'exploitation financière, compte tenu de leurs interactions avec leurs clients et des connaissances qu'elles acquièrent ainsi ».[26]

1.2.1. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM)

1.2.1.1. Présentation

L'OCRCVM est un OAR national établi à titre d'organisme sans but lucratif en 2008 à la suite du regroupement de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et des Services de réglementation du marché inc.[27] L'OCRCVM a été officiellement reconnu par les régulateurs canadiens, incluant l'AMF, à titre d'OAR[28] et est, à ce titre, responsable des

25 Stéphane ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*, Montréal, Éditions Thémis, 2012, p. 127-137.

26 Avis de consultation des ACVM, *Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites - Modification visant à rehausser la protection des clients âgés et vulnérables*, 5 mars 2020, p. 3.

27 Ibid. Voir aussi Clément MABIT, Le régime de sanctions disciplinaires applicable aux courtiers en placement, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2010.

28 Reconnaissance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières à titre d'organisme d'autoréglementation en vertu de la Loi sur l'autorité des marchés financiers, L.R.Q., c. A-33.2 (n° 2008-PDG-0126 du 2008-05-02).

différentes fonctions déléguées par l'AMF[29].

L'OCRCVM a pour mission de protéger les investisseurs et à favoriser des marchés financiers sains au Canada en régissant, plus particulièrement, la compétence, les activités et la conduite financière de toutes les sociétés de courtage en placement au Canada et de leurs représentants inscrits. Il a également pour mandat de protéger les investisseurs et de renforcer l'intégrité du marché, tout en lui assurant efficacité et compétitivité.

En matière de protection des investisseurs, l'OCRCVM enquête sur les plaintes déposées contre les sociétés membres ou d'autres participants du marché et mène des enquêtes sur les inconduites possibles. À la suite de poursuites disciplinaires, la formation d'instruction (comité de discipline) peut prendre des mesures disciplinaires pouvant mener à différentes sanctions, dont des amendes, des suspensions et des interdictions permanentes ou des radiations[30].

1.2.1.2. Prise de position relative à la vulnérabilité des investisseurs

Depuis 2011, l'OCRCVM accorde une attention particulière aux investisseurs vulnérables dans ses activités de mise en application. Ces activités s'intéressent plus spécifiquement aux pratiques de vente déloyales, trompeuses ou abusives qui visent les investisseurs vulnérables. De fait, l'OCRCVM note dans ses rapports annuels sur la mise en application que les dossiers impliquant des investisseurs vulnérables interpellent invariablement l'obligation de connaître le client et l'obligation de convenance. Signe de l'importance de cette problématique, l'OCRCVM remarquait dans son rapport annuel de 2015 que « [p]resque toutes les affaires ayant trait à la convenance cette année concernaient des clients âgés ou vulnérables »[31].

L'OCRCVM a formulé en 2016 une *Note d'orientation sur les questions de conformité et de surveillance soulevées par les opérations avec les clients âgés*.[32] Cette Note a pour objectif de fournir « des orientations sur la meilleure façon de relever

29 DÉCISION N° 2009-PDG-0100, Délégation de fonctions et pouvoirs à l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/2009pdg0100-deleg-pouvoir-ocrcvm-fr-en.pdf> (consulté le 29 juillet 2013).

30 Susan WOLBURGH JENAH, Présidente et chef de la direction, Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, « Le professionnalisme et la compétence dans le secteur des services financiers : Pourquoi ils sont plus importants que jamais», The Canadian Institute of Financial Planners, 8e conférence nationale annuelle, le lundi 14 juin 2010 Niagara Falls (Ontario), en ligne: <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2010/A078DFB9-90F7-483B-AA36-3AEC8BECA208_fr.pdf> (consulté le 29 juillet 2013).

31 Rapport sur la mise en application 2015 : http://www.ocrcvm.ca/Documents/2016/6d7889a0-ea28-438f-98c8-e455a223cf3c_fr.pdf#search=vuln%C3%A9rables

32 *Note d'orientation sur les questions de conformité et de surveillance soulevées par les opérations avec les clients âgés*, Avis de l'OCRCVM 16-0114, 31 mai 2016 <en ligne : http://www.ocrcvm.ca/Documents/2016/87c0e6d5-8054-4e88-9b56-9a079b8c35aa_fr.pdf#search=vuln%C3%A9rables >.

les défis particuliers qui peuvent se poser lorsqu'on traite avec des clients qui ont pris ou qui sont sur le point de prendre leur retraite »[33]. La Note d'orientation aborde cinq thèmes pour lesquels sont énoncées des pratiques exemplaires :

Procurations	La Note d'orientation recommande la mise en place de procédures et de politiques destinées à assurer un contrôle de la validité des procurations afin d'éviter l'exploitation financière des personnes âgées.
Communication efficace	La Note d'orientation insiste sur l'importance d'adapter les communications avec les clients âgés, notamment en ce qui a trait à la fréquence de celles-ci et à l'accessibilité des documents.
Contrôle diligent des produits, connaissance du produit et connaissance du client	Tout en rappelant les obligations générales applicables en matière de contrôle diligent des produits, de connaissance du produit et de connaissance du client, la Note d'orientation souligne aux courtiers membres et à leurs représentants l'importance de tenir compte des circonstances et des préoccupations propres aux clients âgés lorsqu'ils s'acquittent de ces obligations.
Convenance	La notion d'orientation identifie certains enjeux et caractéristiques propres aux clients âgés en ce qui concerne leur horizon et leurs objectifs de placement dont devraient tenir compte les intermédiaires aux fins de leur obligation de convenance. De plus, elle insiste sur l'importance d'une surveillance particulière des comptes des clients âgés.
Exploitation financière	La note d'orientation souligne que « les courtiers membres et leurs représentants jouent un rôle important pour ce qui est de réduire la probabilité que les clients soient victimes d'exploitation financière et de repérer les signes de diminution des facultés chez leurs clients ». Elle propose des mesures à prendre face aux cas possibles d'exploitation financière et de diminution des facultés.

Dans un autre ordre d'idées, l'OCRCVM a adopté des Lignes directrices sur les sanctions qui ont pour objectif de guider le personnel de la mise en application et la formation d'instruction dans la détermination des sanctions :

Les Lignes directrices sur les sanctions visent à promouvoir l'uniformité de traitement, l'équité et la transparence en établissant un cadre pour l'exercice du pouvoir discrétionnaire dans la détermination de sanctions qui correspondent aux objectifs

33 Ibid.

généraux des sanctions.[34]

> Les Lignes directrices sur les sanctions actuelles sont en vigueur depuis le 2 février 2015. Pour la période antérieure, qui couvre l'essentiel des décisions ayant fait l'objet de notre étude, ce sont les Lignes directrices sur les sanctions disciplinaires des courtiers membres qui s'appliquaient[35].

La lecture de ces lignes directrices nous permet de constater qu'elles reconnaissent que la vulnérabilité d'un investisseur constitue un facteur aggravant. Ainsi, les Lignes directrices sur les sanctions disciplinaires des courtiers membres s'appliquant de 2005 à 2014 prévoyaient ceci :

> Vulnerability of Victim The disciplinary process must be seen to provide some degree of protection for the investing public, and in particular, the client with a lower level of sophistication. Consequently, the vulnerability of a victim should be taken into account in determining relative culpability, and hence the relative measure of the sanction imposed. However, if there is evidence that the respondent sought out "vulnerable" clients, then this should be seen as an aggravating factor worthy of a greater sanction.[36]

De même, les Lignes directrices sur les sanctions énoncent qu'[o]n prendra en considération, s'il y a lieu, la liste suivante de facteurs clés en vue de la détermination des sanctions appropriées », incluant « 7. Quel est le degré de vulnérabilité du ou des client(s) lésé(s) ou touché(s)? ».

1.2.2. Association canadienne des fonds mutuels (ACFM)

1.2.2.1. Présentation

L'Association canadienne des fonds mutuels (ACFM) est un organisme d'autoréglementation reconnu par les principaux régulateurs en valeurs mobilières au Canada, à l'exception de l'AMF au Québec[37]. L'ACFM réglemente les opérations, ainsi que les normes de pratique et de conduite des courtiers en épargne collective (fonds mutuels) et de leurs représentants en épargne collective afin d'assurer la protection des investisseurs et de rehausser la confiance du public envers l'industrie.

34 Lignes directrices sur les sanctions, 2 février 2015 : http://www.ocrcvm.ca/industry/enforcement/Documents/IIROCSanctionGuidelines_fr.pdf.

35 VoirORGANISMECANADIENDERÉGLEMENTATIONDUCOMMERCEDESVALEURSMOBILIÈRES,Lignesdirectricessurlessanctionsdisciplinairesdescourtiersmembres, <http://web.archive.org/web/20150824070935/http://www.iiroc.ca:80/industry/enforcement/Documents/DisciplinarySanctionGuidelines_en.pdf >.

36 INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Dealer Member Disciplinary Sanction Guidelines, septembre 2014, art. 3.12 (nous n'avons pu récupérer la version française des lignes directrices).

37 Au Québec, l'AMF et la CSF se partagent l'encadrement des courtiers en épargne collective et de leurs représentants, notamment ceux qui sont aussi régis par l'ACFM à l'extérieur du Québec.

En plus de réglementer les courtiers en épargne collective et leurs représentants, l'ACFM voit à la mise en application des règles. À cette fin, elle enquête sur les plaintes déposées à l'encontre de ces derniers. Après analyse, le personnel de l'ACFM peut introduire une instance devant un jury d'audition qui pourra sanctionner le courtier ou le représentant contrevenant.

1.2.2.2. Prise de position relative à la vulnérabilité

Une revue des rapports annuels produits par l'ACFM depuis 2005 permet de constater que c'est à compter de 2011 que la question de la vulnérabilité des investisseurs fait l'objet de commentaires spécifiques. Dans le Rapport annuel de 2011, l'ACFM manifeste sa volonté de formaliser sa position à cet égard en matière de mise en application :

> We will be formalizing our internal practices regarding the priority that we place on cases that involve harm to seniors and clients from other vulnerable groups. This is a particularly important area on which a number of securities regulators are placing an emphasis. It is hoped that these efforts will bring about an increased awareness of this issue among Members and Approved Persons.[38]

Par la suite, l'ACFM rendra compte d'une bonification progressive de ses prises de position et de ses actions relativement aux investisseurs vulnérables. À titre d'exemple, dans le Rapport annuel de 2014, nous pouvons lire :

> The protection of seniors (defined by the MFDA as investors 60 years of age or over) and other vulnerable groups (such as those with very limited financial resources or language, literacy or disability issues) continued to be an area of focus for the Enforcement Department. Approximately 30% of all formal disciplinary proceedings commenced involve seniors or other vulnerable groups. MFDA staff continues to use case screening procedures which flag cases involving seniors and case types that are more likely to involve seniors, such as suitability of leverage. These activities are part of the MFDA's overall eff orts in placing a priority on seniors' issues and providing Member and investor education, as outlined in this report. For example, issues identified in enforcement cases regarding seniors have been included in the MFDA's general presentations and training to Members on seniors' issues.[39]

Puis, en 2015, le plan stratégique 2015-2017 de l'ACFM est venu identifier la protection des investisseurs vulnérables comme étant un des résultats attendus de l'objectif de promotion de la confiance des investisseurs : « Increased regulatory protection and complaint resolution: Investors, and, in particular, vulnerable individuals, will be protected through regulatory efforts and

38 MUTUAL FUNDS DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, Annual Report 2011 – Raising the Standard of Regulation in Canada, p. 11.
39 MUTUAL FUNDS DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, Annual Report 2014 – On Course, p. 10.

through effective handling and resolution of client complaints.»[40]

La préoccupation exprimée dans le Plan stratégique 2015-2017 se manifeste plus particulièrement sur le plan des activités d'éducation des investisseurs et de leur mise en application. À titre d'exemple, dans un bulletin publié en 2015, l'ACFM a souligné que la protection des investisseurs vulnérables constituait une priorité de ses activités de conformité et de mise en application, tout en mettant en garde ses membres contre le risque de communications fausses ou trompeuses visant ces investisseurs.

> The MFDA continues to be focused on protecting seniors in its compliance and enforcement activities. Members' supervisory activities should also consider issues impacting senior investors and other vulnerable clients. In particular, titles and advertising and marketing materials that target seniors should be subject to thorough review to ensure they are not misleading.[41]

De même, dans le bulletin de juin 2016 de l'ACFM, nous pouvons lire les remarques suivantes relativement aux investisseurs aînés :

> Protecting senior investors and enhancing investor education are key initiatives of the MFDA under its strategic plan, and the launch of the MFDA Investor Bulletin broadens the scope of our investor focused communications. Readers of the first edition will learn about the actions the MFDA is taking to protect seniors, as well as steps investors can take to avoid financial harm.[42]

Plus récemment, en octobre 2019, l'ACFM a publié le Bulletin #0797-P, *Personnes âgées et clients vulnérables* qui expose des orientations sur les pratiques pouvant être mises en œuvre pour faciliter la protection des personnes âgées et des clients vulnérables.[43] Le bulletin fait état de deux grandes pratiques destinées à protéger les investisseurs vulnérables. La première consiste en la désignation d'une personne-ressource de confiance. La seconde est l'adoption de politiques et procédures

---

40 MUTUAL FUNDS DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, Strategic Plan 2015-2017, <en ligne: http://mfda.ca/wp-content/uploads/StratPlan15-17-1.pdf`>.

41 MUTUAL FUNDS DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, MFDA Investor Bulletin - 2015 Compliance and Member Education Priorities, Bulletin #0631-C <en ligne: http://mfda.ca/bulletin/bulletin0631-c/>.

42 MUTUAL FUNDS DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, MFDA Investor Bulletin – Protecting Seniors, juin 2016 <en ligne : http://www.mfda.ca/wp-content/uploads/IB-June2016_e.pdf >.

43 ASSOCIATION CANADIENNE DES FONDS MUTUELS, Bulletin #0797-P, Personnes âgées et clients vulnérables, 25 octobre 2019 <en ligne : https://mfda.ca/bulletin/bulletin0797-p/?fr=1>.

qui permettent à un courtier de suspendre temporairement une opération lorsqu'il est fondé de croire qu'un investisseur vulnérable fait l'objet d'exploitation financière.

Enfin, dans le cadre de ses fonctions de mise en application, l'ACFM accorde une attention particulière aux affaires mettant en cause des investisseurs vulnérables :

> Complaints from seniors and other vulnerable groups continue to be flagged and prioritized appropriately, and Enforcement staff continues to offer assistance to seniors in filing and documenting their complaints.[44]

Les lignes directrices sur les sanctions de l'ACFM, adoptées en le 20 septembre 2006 identifient clairement la vulnérabilité des clients comme constituant un facteur aggravant.

> S'il est prouvé que le défendeur recherchait ou profitait des clients « vulnérables », ce fait devrait être considéré comme un facteur aggravant justifiant une sanction plus sévère. Le processus disciplinaire de l'ACFM doit protéger le public investisseur et particulièrement les clients qui ont moins de connaissances en placements ou sont moins avertis que d'autres et les clients qui ont une confiance absolue en le défendeur ou se fient entièrement à lui en raison d'une relation unique ou particulière entre eux.[45]

En revanche, les lignes directrices soulignent que la sophistication d'un investisseur ne constitue pas un facteur mitigeant pour les fins de la détermination de la sanction. Le 15 novembre 2018, l'ACFM a adopté de nouvelles lignes directrices sur les sanctions qui reprennent essentiellement les mêmes principes[46].

1.2.3. Chambre de la sécurité financière (CSF)

44 MUTUAL FUND DEALERS ASSOCIATION OF CANADA, « Regulating a Dynamic Environment, 2015 Annual Report », <en ligne : http://www.mfda.ca/wp-content/uploads/AR2015.pdf>.

45 ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS EN FONDS MUTUELS DU CANADA, *Lignes directrices en matière de sanctions*, 20 septembre 2006 <en ligne : http://mfda.ca/wp-content/uploads/PenaltyGuidelines_fr.pdf>

46 ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS EN FONDS MUTUELS DU CANADA, *Lignes directrices en matière de sanctions*, 15 novembre 2018 <en ligne : http://mfda.ca/wp-content/uploads/MFDA_Sanction_Guidelines_2018_fr-1.pdf>.

1.2.3.1. Présentation

Organisme d'autoréglementation constituée par la Loi sur la distribution de produits et services financiers (LDPSF)[47], la CSF encadre, dans les disciplines de valeurs mobilières régies par la *Loi sur les valeurs mobilières* (LVM)[48], le représentant en épargne collective et le représentant en plans de bourses d'études[49]. Plus particulièrement, la CSF a pour mission d'assurer la protection du public en maintenant la discipline et en veillant au respect de la déontologie et à la formation de ses membres[50]. Pour ce faire, la CSF établit des règles de déontologie et de formation continue. Elle a également pour fonction de voir à la mise en application de ces règles au moyen d'un processus disciplinaire régi par la LDPSF et subsidiairement par le *Code des professions*.[51]

1.2.3.2. Prise de position relative à la vulnérabilité

La CSF consacre une section de sa publication *Info-Déonto* sur son site internet à la relation avec le client à la « clientèle vieillissante ». Soulignant l'importance du phénomène de vieillissement de la population, la CSF met en exergue certains enjeux que soulève une clientèle âgée pour les représentants :

> Être en mesure de bien les servir est un enjeu de taille puisque ces personnes ont des préoccupations et des besoins propres qu'un représentant ne peut ignorer. L'offre de service à une clientèle âgée peut aussi soulever d'autres enjeux, notamment en matière de littératie financière et de protection des renseignements personnels, laquelle exige toujours de faire preuve de vigilance.

Dans ses observations, la CSF remarque qu'il faut faire une distinction entre une personne âgée et une personne vulnérable : « Dans le sens courant du terme, la personne vulnérable est celle qui peut facilement être atteinte, qui se défend mal, qui est fragile ».

Au regard des devoirs et des obligations des représentants, la CSF rappelle que la relation avec une clientèle âgée commande des exigences particulières :

---

47 *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier,* L.Q. 2002, c. 45, art. 442 (modifiant l'art. 312 de la Loi sur la distribution de produits et services financiers, RLRQ, c D-9.2 (ci-après LDPSF)).

48 RLRQ c V-1.1 (ci-après LVM).

49 Art. 317, 330 LDPSF.

50 La CSF est le seul OAR multidisciplinaire au Canada qui encadre aussi les conseillers en sécurité financière, les conseiller en assurances et rentes collective et les planificateurs financiers.

51 *Code des professions*, RLRQ, c C-26

> Le représentant doit davantage s'assurer de la protection de ses clients âgés, c'est-à-dire veiller à ce que leurs avoirs soient bien gérés et sécurisés, leur transmettre avec un soin particulier les renseignements nécessaires selon leurs besoins, vérifier leur compréhension et mettre leur dossier à jour plus fréquemment. Le représentant doit respecter la volonté de ses clients âgés et les guider quant à leurs finances de façon à agir dans leur intérêt, comme il doit d'ailleurs le faire pour tous ses autres clients.

Fait intéressant à noter, la CSF suggère que le représentant joue un rôle dans la prévention de la maltraitance matérielle ou financière des clients âgés :

> Le représentant doit être en mesure de détecter une situation de vulnérabilité ou de maltraitance chez un client âgé, incluant une possible intimidation ou influence d'une personne sur les comportements du client. Il doit être prêt à réagir de façon adéquate en respectant la dignité du client, son rythme, sa volonté, son autonomie, sa culture ainsi que la confidentialité de son dossier et de son état de santé.

À cette fin, la CSF fournit des exemples de maltraitance matérielle ou financière d'un client âgé.

Plus particulièrement, dans le cadre de ses fonctions d'encadrement, la CSF fait la promotion des bonnes pratiques dans le but d'assurer la protection du public. Les bonnes pratiques, qui sont identifiées dans des publications à l'intention des membres, rendent compte des enjeux soulevés par la présence d'investisseurs vulnérables. À titre d'exemple, dans *Savoir tirer son épingle du jeu auprès du « pouvoir gris »*[52], la CSF rappelle aux représentants que « plus les connaissances du client sont faibles en matière de finance, plus l'étendue du devoir de conseil du représentant sera grande ». De la même manière, dans la publication intitulée *Le vieillissement de la population : Des occasions d'affaires qui nécessitent une certaine prudence*[53], la CSF met en garde les représentants dont l'état de santé d'un client ne lui permet pas de prendre une décision éclairée. Tout en reconnaissant la difficulté de juger des capacités cognitives d'une personne, la CSF conseille aux représentants d'éviter de conclure une entente avec un client lorsque son état de santé ne lui permet pas de prendre une décision éclairée.

En terminant, notons que la CSF ne dispose pas de lignes directrices sur les sanctions comme l'OCRCVM et l'ACFM. Aussi, c'est donc par la jurisprudence du Comité de discipline de la CSF que s'élaborent les balises en matière de sanction, incluant la prise en compte de la vulnérabilité de l'investisseur.

---

52 CHAMBRE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE, Savoir tirer son épingle du jeu auprès du « pouvoir gris », <en ligne : http://www.chambresf.com/userfiles/files/pdf/fr/Articles_interessants/AI112-pouvoir-gris.pdf>.

53 CHAMBRE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE, Le vieillissement de la population : Des occasions d'affaires qui nécessitent une certaine prudence, <en ligne : https://www.chambresf.com/userfiles/files/pdf/fr/Articles_interessants/AI22-vieillissement.pdf>.

1.3. SOMMAIRE

Les OAR reconnaissent que la vulnérabilité des investisseurs est un problème important. Dans ce contexte, ils ont pris diverses mesures afin de sensibiliser leurs membres à cet égard afin qu'ils intègrent la considération de la vulnérabilité de l'investisseur dans leurs pratiques. Les OAR qui se sont dotés de lignes directrices sur les sanctions mentionnent également la vulnérabilité de l'investisseur comme facteur influant sur les sanctions. Nous notons toutefois qu'il n'y a pas d'approche harmonisée de la part des OAR relativement à la place de l'investisseur vulnérable dans la réglementation et la mise en application.

2. LA PRISE EN COMPTE DE LA VULNÉRABILITÉ DES INVESTISSEURS DANS LES ACTIVITÉS DISCIPLINAIRES DES ORGANISMES D'AUTORÉGLEMENTATION

2.1. MÉTHODOLOGIE

2.1.1. Échantillon

L'approche méthodologique retenue pour cette étude consiste, dans un premier temps, à recenser l'ensemble des décisions disciplinaires rendues par une formation d'instruction de l'OCRCVM, un jury d'audition de l'ACFM ou le comité de discipline de la CSF répondant aux critères suivants :

- décisions rendues entre 2008 et 2015 inclusivement;
- décisions portant sur la culpabilité d'un membre inscrit auprès de l'OCRCVM, de l'ACFM ou de la CSF, des sanctions devant lui être imposées, le cas échéant, ou sur l'approbation d'une entente de règlement.

Dans un deuxième temps, pour chacune des décisions disciplinaires nous avons identifié les caractéristiques personnelles des membres inscrits, les infractions commises ainsi que les sanctions imposées, le cas échéant, les dispositions réglementaires applicables ainsi que les facteurs ayant contribué à la décision de la formation d'instruction, du jury d'audition ou du comité de discipline.

Les données recueillies nous ont permis d'effectuer une analyse statistique descriptive afin de faire ressortir les liens existant entre la culpabilité d'un membre de l'OCRCVM, de l'ACFM ou de la CSF et les différents facteurs personnels et contextuels examinés par une formation d'instruction, un jury d'audition ou un comité de discipline. Pour ce faire, nous avons compilé les différentes variables propres à chacune des décisions disciplinaires sélectionnées dans notre grille d'analyse. À partir des données, nous avons effectué certains tests statistiques notamment des régressions lorsque la taille de l'échantillon était suffisante. Nous avons aussi préparé plusieurs tableaux et graphiques pour faire ressortir les points saillants de notre analyse quantitative. Notons toutefois que notre étude ne peut assurer l'exhaustivité de l'ensemble des décisions disciplinaires entendues par une formation d'instruction de l'OCRCVM, un jury d'audition de l'ACFM ou un comité de discipline de la CSF pour la période visée. De plus, nous avons exclu les décisions sur requête et les appels portés devant les tribunaux judiciaires.

2.1.2. Grille d'analyse

Les critères ayant servi à analyser les décisions sont les suivants :

Vulnérabilité	Vulnérabilité de l'investisseur selon son état. Toutes les procédures disciplinaires et les ententes de règlement qui reconnaissaient spécifiquement la vulnérabilité d'un investisseur ont été compilées dans notre grille d'analyse. Pour chacune de ces décisions, nous avons indiqué les motifs mentionnés par une formation d'instruction, un jury d'instruction ou un comité de discipline à l'appui de cette qualification d'investisseur vulnérable.
Produit financier	Produit financier en cause et, la présence, le cas échéant, d'un compte sur marge.
Pertes subies	Montant des pertes financières subies par un investisseur vulnérable.
Catégorie d'inscription	Catégorie d'inscription (représentant, directeur ou courtier). De plus, nous avons identifié s'il s'agissait d'une institution financière ou d'un courtier indépendant. Finalement, nous avons indiqué si l'intimé avait des antécédents disciplinaires, s'il faisait l'objet d'autres recours en droit civil ou en droit criminel et s'il était toujours inscrit à la suite d'une procédure disciplinaire ou d'une entente de règlement.
Nature de l'infraction	Infraction commise par le représentant ou le courtier.
Sanction	Identification des éléments composant la sanction, incluant : le montant de l'amende, du remboursement des frais engagés et du remboursement des commissions ou honoraires gagnés en raison des actes reprochés. De plus, nous avons indiqué si l'intimé était frappé d'une interdiction permanente ou d'une suspension temporaire de son inscription, s'il devait faire l'objet d'une supervision stricte ou étroite lors de l'exercice de ses fonctions et s'il avait l'obligation de suivre une formation.
Facteurs atténuants ou aggravants	Pour chacune des procédures disciplinaires et des ententes de règlement, nous avons compilé l'ensemble des facteurs atténuants et aggravant mentionnés à l'appui de leurs motifs.

2.2. OCRCVM

2.2.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire

Le processus disciplinaire de l'OCRCVM débute par l'évaluation d'une plainte ou d'une question qui est portée à l'attention du personnel de la mise en application[54]. L'évaluation vise à « déterminer s'il y a suffisamment d'éléments indiquant une violation des règles de l'OCRCVM pour justifier la tenue d'une enquête officielle »[55]. Le cas échéant, le personnel ouvre une enquête pour recueillir les éléments de preuve, incluant par l'interrogation de toute personne pouvant fournir des renseignements pertinents. Ensuite, une procédure disciplinaire est entamée lorsque le personnel estime que la preuve établit qu'il y a eu une contravention aux règles[56].

La procédure disciplinaire est présentée devant une formation d'instruction composée de trois membres, soit un président indépendant provenant du milieu juridique et deux membres provenant de l'industrie. Au terme de l'audition, la formation d'instruction rend une décision sur culpabilité.

Dans le cas où la formation d'instruction est d'avis qu'une règle de l'OCRCVM a été enfreinte, elle peut alors imposer des sanctions à l'occasion d'une audition subséquente. L'éventail des sanctions pouvant être infligées est étendu. Dans la détermination des sanctions, la formation d'instruction est guidée par les *Lignes directrices sur les sanctions* qui identifient notamment les facteurs aggravants et atténuants.

---

54 Voir, en général, Clément MABIT, « Le régime de sanctions disciplinaires applicables aux courtiers en placement et à leurs représentants », dans Raymonde CRÊTE et al., dir., Courtiers et conseillers financiers – encadrement des services de placement, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2011, p. 413.

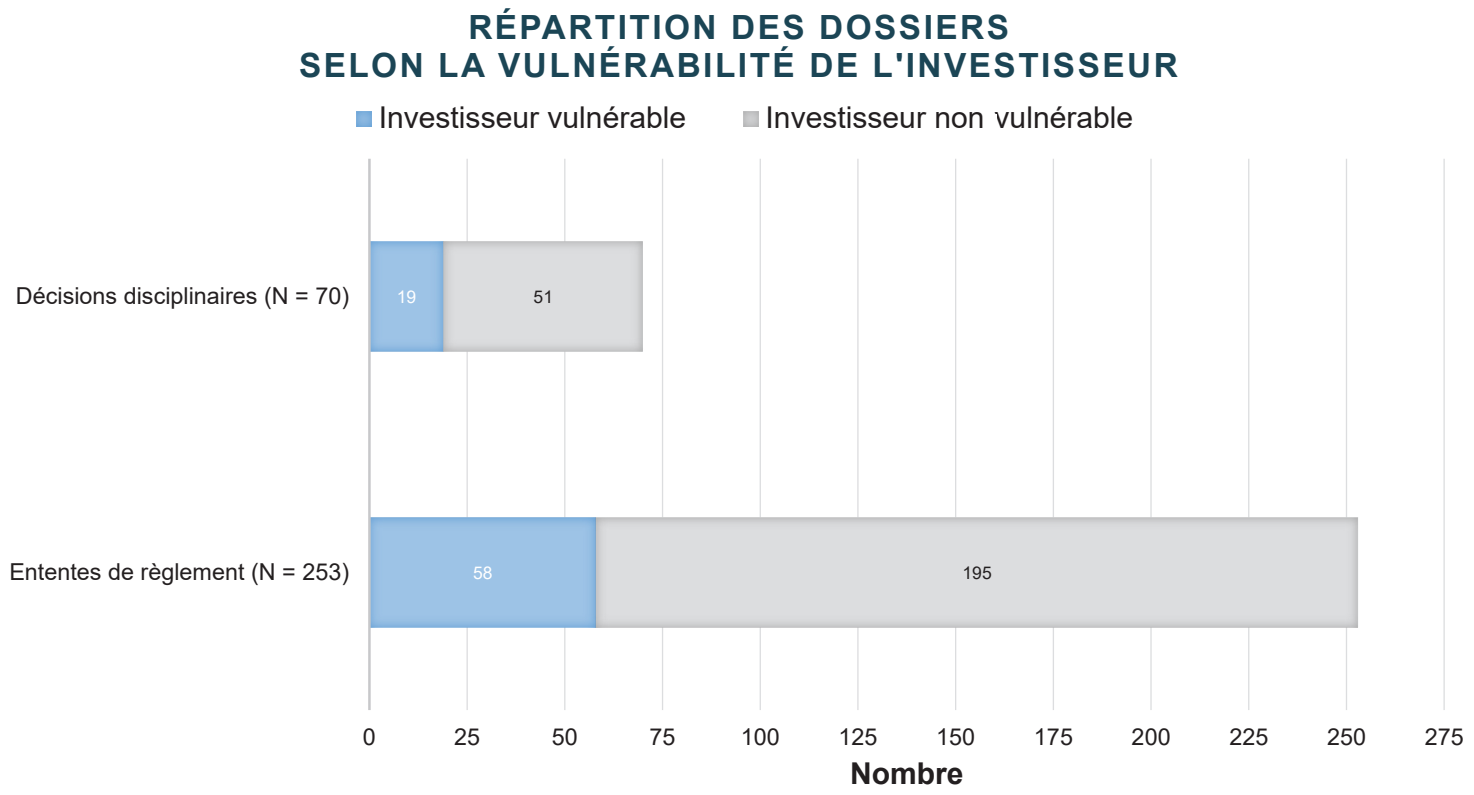
55 ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Processus de mise en application* <en ligne : http://www.ocrcvm.ca/industry/enforcement/Pages/How-Our-Enforcement-Process-Works.aspx>.

56 Pour une critique du processus mené par l'ACCOVAM, prédécesseure à l'OCRCVM, voir Mark LOKANAN, « Self-regulation in the Canadian Securities Industry: Funnel in, Funnel Out, or Funnel Away? », (2014) *International Journal of Crime, Law and Justice* 1.

2.2.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative

Notre échantillon se compose de 323 dossiers se répartissant en 70 procédures disciplinaires et en 253 ententes de règlement. Pour chaque procédure disciplinaire, nous retrouvons une décision sur culpabilité et une décision sur sanction.

Concernant l'entente de règlement, nous avons recensé 58 dossiers sur 253 impliquant un investisseur vulnérable, ce qui représente près de 23% de l'ensemble des dossiers. Pour le processus disciplinaire, nous avons une proportion légèrement plus élevée avec 27% des dossiers mettant en présence un investisseur vulnérable, soit 19 dossiers sur 70.

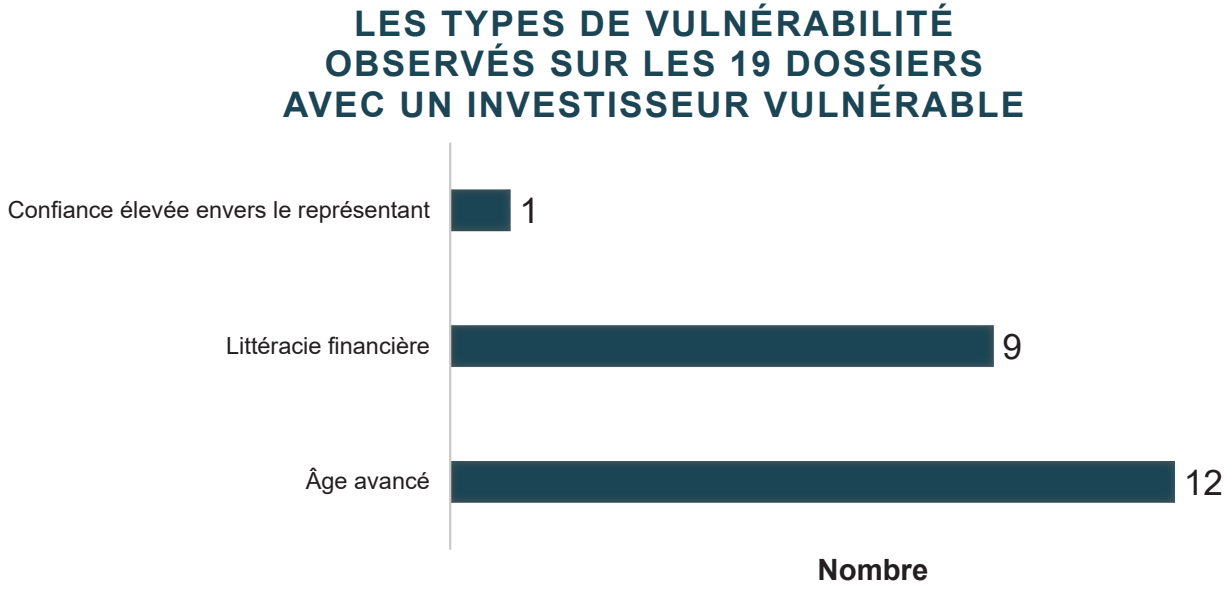


2.2.2.1. Décisions disciplinaires

2.2.2.1.1. Les types de vulnérabilité

Comme nous l'avons constaté, les formations d'instruction ont une conception libérale de la vulnérabilité, se référant à des caractéristiques qui vont au-delà de celles ayant été identifiées dans notre revue de littérature. Par ailleurs, lorsque les décideurs qualifient l'investisseur de vulnérable, ils peuvent retenir plus d'une caractéristique.

A priori, nous devons souligner le faible échantillonnage des dossiers ayant un investisseur vulnérable pour le processus disciplinaire. Avec 19 dossiers, il est difficile de tirer des conclusions statistiques rigoureuses. Néanmoins, nous pouvons souligner au passage que la caractéristique d'**âge avancé** se retrouve dans 12 dossiers; il s'agit d'un niveau similaire à l'entente de règlement où cette caractéristique est la plus fréquente. Dans le même ordre d'idées, nous avons des résultats analogues pour les autres caractéristiques avec la **littéracie financière** pour neuf dossiers ainsi que la **confiance élevée envers le représentant** pour un seul. Sur ces 19 dossiers, cinq présentaient à la fois l'**âge avancé** et la **littéracie financière**.



2.2.2.1.2. Les infractions et la vulnérabilité

L'un des objectifs de notre étude consiste à découvrir s'il existe un lien entre la caractéristique d'investisseur vulnérable et le comportement de l'intimé. Pour ce faire, nous avons décidé de comparer les infractions pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable à celles des dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable.

Avant tout, il est fort important de réitérer que les dossiers peuvent comporter plusieurs infractions. Ainsi le nombre d'infractions recensées est plus élevé que le nombre de dossiers répertoriés. Puis, notons que notre faible échantillon de 19 dossiers ayant un investisseur vulnérable pour le processus disciplinaire ne nous permet pas d'établir des constats statistiques avec un degré élevé de certitude ou de confiance. Cependant, les données colligées suscitent des réflexions.

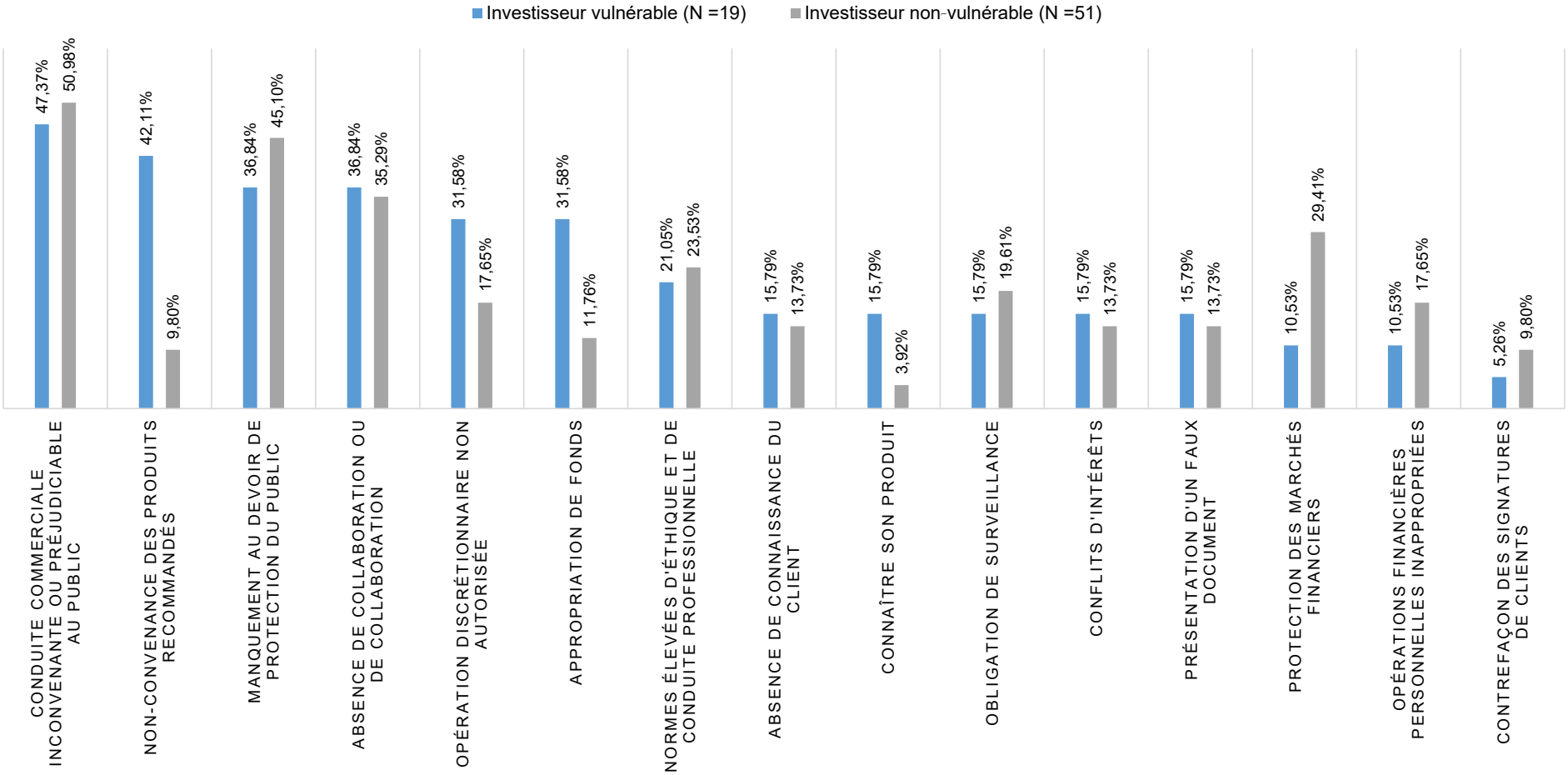
En comparant les deux groupes, nous observons que la différence dans la fréquence de quatre infractions est notable. Pour toutes ces infractions, la différence va au-delà de 10 points de pourcentage. D'abord, la non-convenance des produits recommandés s'est retrouvé dans plus de 40% des dossiers avec un investisseur vulnérable alors qu'elle ne l'a été que dans près de 10% lorsque l'investisseur ne présentait pas cette caractéristique. En effet, cette infraction se retrouvait dans huit dossiers sur 19, alors qu'elle n'est présente que dans seulement cinq dossiers sur 51. Bien que nos échantillons soient faibles, le problème de convenance est plus élevé en absolu et en relatif pour les dossiers avec un investisseur vulnérable ce qui suggère que le responsable est plus laxiste dans l'appariement des produits financiers aux besoins des clients vulnérables.

Ensuite, nous avons observé les infractions d'opération discrétionnaire non autorisée ainsi que d'appropriation de fonds dans près de 32% des dossiers lorsque l'investisseur est vulnérable alors que nous obtenons respectivement 18% et 12% lorsque l'investisseur n'était pas qualifié de vulnérable. Notons que pour l'infraction d'opération discrétionnaire non autorisée, elle concerne essentiellement les situations où le représentant ne dispose pas d'un pouvoir discrétionnaire sur le compte, mais réalise néanmoins des opérations sans être autorisé par le client[57]. Le degré élevé d'occurrence de cette infraction concorde avec le constat fait par de nombreuses études quant au risque d'abus des personnes vulnérables par l'entremise d'opérations non autorisées. Pour l'infraction d'appropriation de fonds, bien que nous ayons uniquement 19 dossiers avec un investisseur vulnérable, il s'agit d'un résultat alarmant et mettant à risque l'épargne des investisseurs plus vulnérables.

Puis, notre quatrième infraction où la différence est notable est celle où l'intimé doit connaître son produit, qui a été remarqué dans 16 % des cas pour le premier groupe alors que cette même infraction a été observée dans moins de 5 % des dossiers du deuxième groupe, soit celui n'impliquant pas d'investisseur vulnérable.

57 Voir, par exemple, Re Matthews [2015] OCRCVM 02.

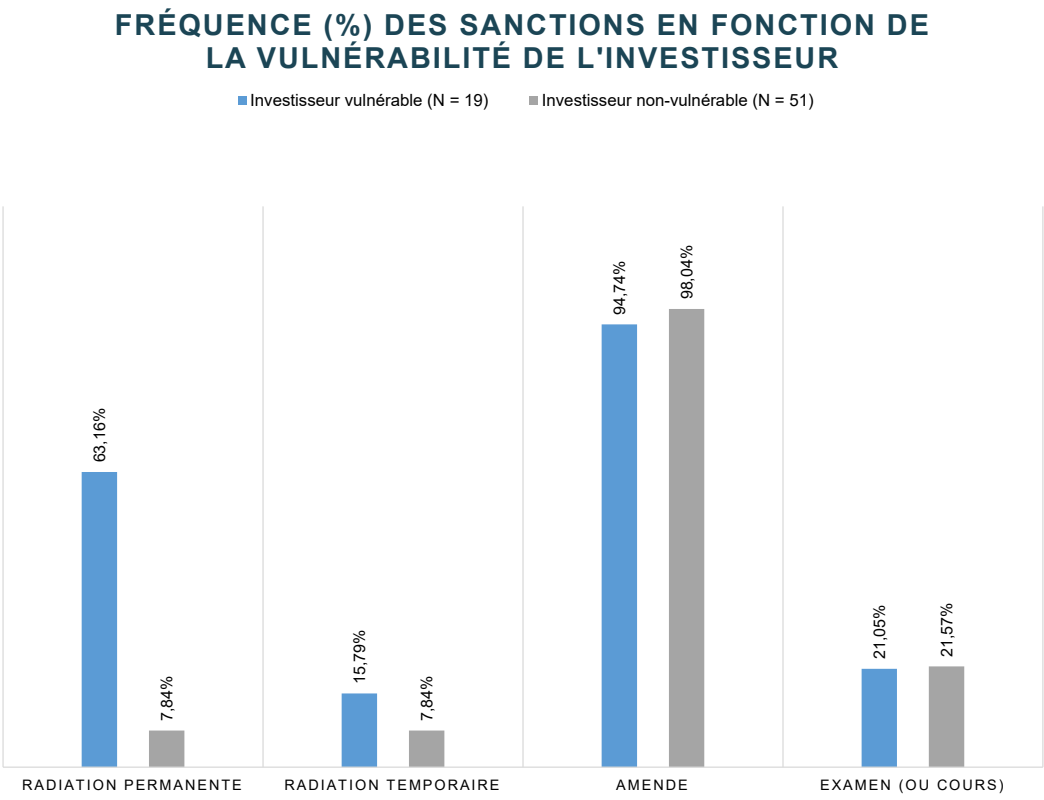
FRÉQUENCE (%) DES INFRACTIONS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



Par opposition aux quatre infractions qui semblent plus fréquentes lorsque l'investisseur est vulnérable, deux infractions paraissent plus fréquentes lorsque l'investisseur n'est pas qualifié de vulnérable. Il s'agit du manquement au devoir de protection du public ainsi que la protection des marchés financiers, qui sont deux infractions très générales. Le manquement au devoir de protection du public s'est manifesté dans plus de 45% des dossiers où l'investisseur n'était pas vulnérable, ce qui représente près de 10 points de pourcentage de plus pour les dossiers où l'investisseur présentait un trait de vulnérabilité. Pour la protection des marchés financiers, la différence dans la fréquence est plus prononcée, soit une différence de près de 20 points de pourcentage.

2.2.2.1.3. Les sanctions et la vulnérabilité

Après avoir analysé les infractions, nous examinerons le lien entre les sanctions imposées à l'intimé et la vulnérabilité de l'investisseur. Notons que puisque les sanctions imposées à l'intimé ne sont pas mutuellement exclusives, il peut donc y avoir plusieurs infractions par dossier.



Pour l'amende, il semble y avoir une similitude entre les deux groupes puisqu'elle a été pratiquement toujours infligée. Nous pouvons aisément tirer comme résultat que l'amende est pratiquement toujours observée pour le processus disciplinaire lorsque nous agençons ces groupes.

Toujours en comparant les groupes, il semble y avoir une fréquence plus élevée pour les deux types de radiation. Tant en absolu qu'en relatif, la radiation permanente s'est largement démarquée pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable. Elle a été observée dans 12 des 19 dossiers alors qu'elle ne l'a été que dans quatre des 51 dossiers n'ayant pas un investisseur vulnérable. Il s'agit d'une différence de plus de 50 points de pourcentage quant à la fréquence lorsque nous comparons les deux groupes. Rappelons toutefois que nos faibles échantillons ne nous permettent pas d'être convaincus des différences notables que nous mettons en lumière. Ces différences peuvent néanmoins servir d'éléments de discussion. Également, il semble que la radiation temporaire soit plus fréquente pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable puisqu'elle a été observée dans 3 des 19 dossiers pour une fréquence de 16% alors qu'elle ne l'a été que dans quatre des 51 dossiers, pour une fréquence de 8%.

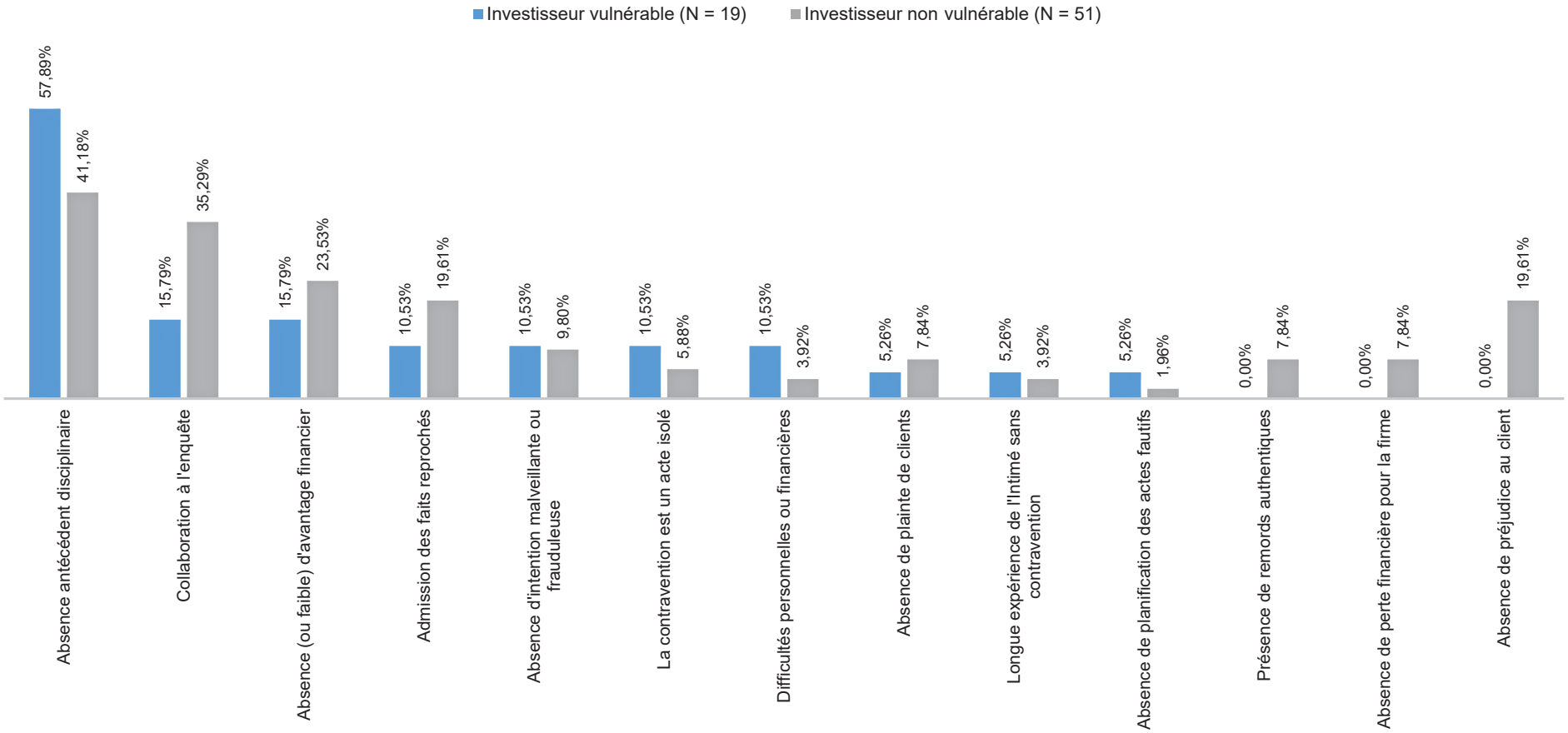
2.2.2.1.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité

À la suite de nos analyses des infractions et des sanctions pour le processus disciplinaire, nous avons enchaîné avec les facteurs atténuants ainsi qu'aggravants afin de mieux saisir l'incidence de la vulnérabilité de l'investisseur.

Pour les facteurs atténuants, lorsque nous comparons les deux groupes, nous observons que trois d'entre eux possèdent des fréquences différentes et notables puisqu'elles surpassent les 10 points de pourcentage de différence. D'abord, la collaboration à l'enquête s'est retrouvée dans plus de 35 % des dossiers où l'investisseur n'était pas vulnérable alors qu'elle ne l'a été que dans 16 % des dossiers lorsque l'investisseur est vulnérable. Cela suggère donc que l'intimé est plus enclin à collaborer avec les enquêteurs lorsque l'investisseur ne présente aucun signe de vulnérabilité. Deuxièmement, l'absence de préjudice au client s'est manifesté dans 20 % des dossiers où l'investisseur n'était pas vulnérable tandis que ce facteur atténuant n'a jamais été souligné pour nos 19 dossiers ayant un investisseur vulnérable ce qui est un résultat inquiétant.

L'absence d'antécédent disciplinaire est le dernier facteur atténuant où la différence est notable. Dans ce cas, il va toutefois dans le sens opposé aux deux précédents puisqu'il est plus fréquent lorsque l'investisseur est vulnérable. Ce dernier a été présent dans 58 % des dossiers lorsque l'investisseur est qualifié de vulnérable alors qu'il ne l'a été que dans 41 % pour notre deuxième groupe d'étude.

FRÉQUENCE (%) DES FACTEURS ATTÉNUANTS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



2.2.2.1.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité

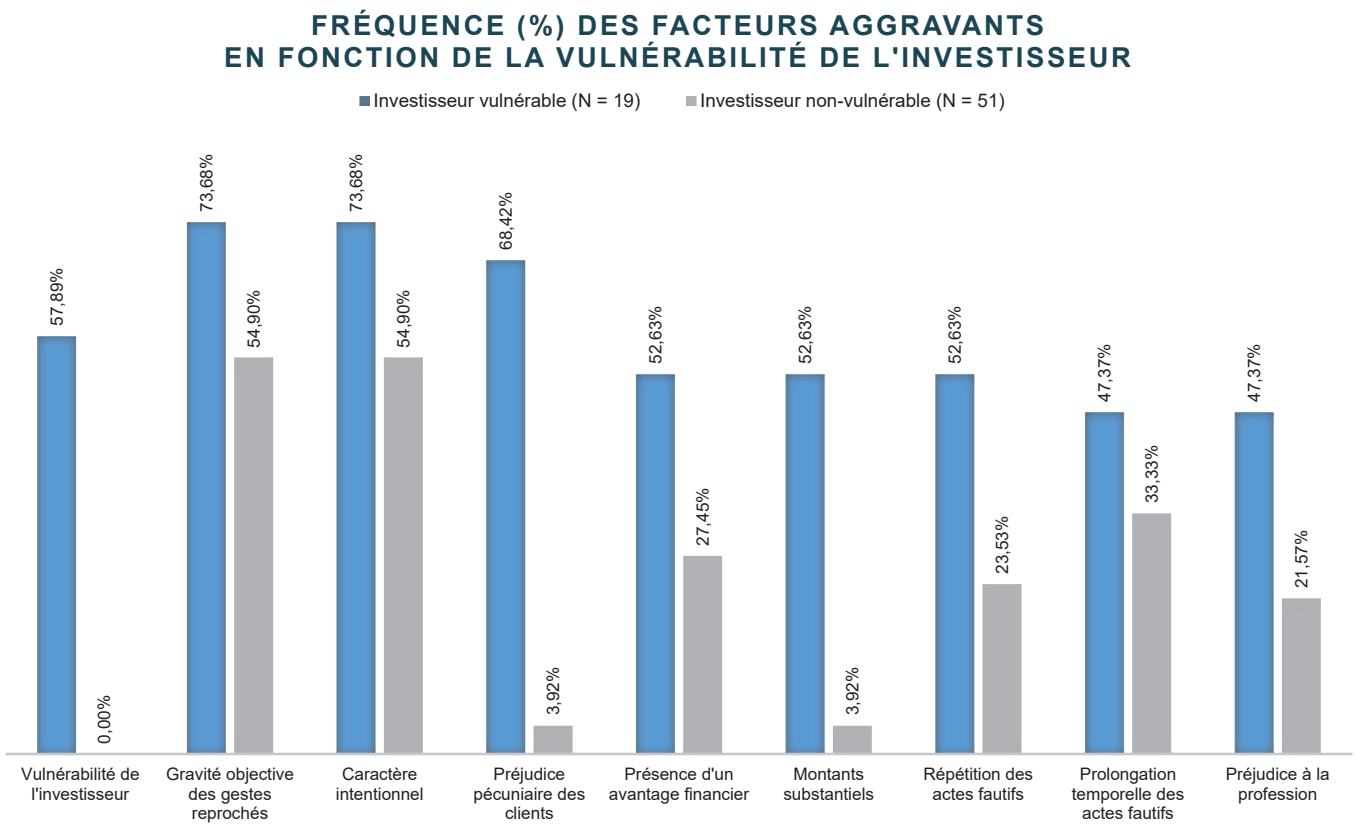
Concernant les facteurs aggravants, nous avons des résultats forts prononcés. Néanmoins, il demeure important de réitérer la faiblesse du nombre de dossiers avec un investisseur vulnérable, soit 19. Cependant, tous les facteurs aggravants sont plus fréquents lorsque l'investisseur est qualifié de vulnérable, ce qui n'est pas de bon augure.

Pour les dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable, nous observons que les facteurs les plus récurrents sont la gravité objective des gestes reprochés ainsi que le caractère intentionnel, comme c'est le cas pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable. Cependant, la différence dans la fréquence est de près de 20 points de pourcentage pour ces deux facteurs aggravants et ce, toujours plus fréquent lorsque l'investisseur est vulnérable.

Également, le préjudice pécuniaire des clients n'a été cité que dans deux des 51 dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable, soit dans moins de 5 % des cas. Il s'agit d'un résultat plus faible que pour notre groupe avec les investisseurs vulnérables où ce facteur est présent dans 13 des 19 dossiers, soit près de 70 % des cas. Malgré notre faible échantillon, il demeure raisonnable de croire que le préjudice pécuniaire des clients est plus fréquent lorsqu'il y a un investisseur vulnérable. À bien des égards, il s'agit d'une lecture alarmante et inquiétante pour les investisseurs vulnérables puisqu'ils seraient davantage exposés à un préjudice pécuniaire.

Non seulement la probabilité paraît plus élevée que les investisseurs vulnérables subissent un préjudice pécuniaire, mais l'ampleur du préjudice lui-même risque d'être également plus élevée. En effet, le facteur aggravant montant substantiel n'a été présent que dans deux des 51 dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable ce qui représente moins de 5 % des cas alors qu'il a été souligné dans 10 des 19 dossiers où un investisseur vulnérable était présent, soit dans plus de 50 % des cas. Ce résultat concorde avec le fait que la présence d'un avantage financier pour l'intimé est plus fréquent lorsque l'investisseur est vulnérable, soit dans plus de 50 % des cas contrairement à 27 % lorsque l'investisseur n'est pas qualifié de vulnérable.

Bien que notre échantillon nous limite dans les conclusions que nous pouvons tirer, le fait que ce soit le caractère intentionnel et le préjudice pécuniaire des clients qui paraissent être fréquents lorsque le dossier implique un investisseur vulnérable est préoccupant. Également, nous sommes d'avis qu'il est raisonnable pour la formation d'instruction de conclure que le dossier est considéré comme étant « grave » s'il s'avère que l'investisseur est vulnérable puisque l'objectif fondamental de la réglementation est d'assurer la protection du public.



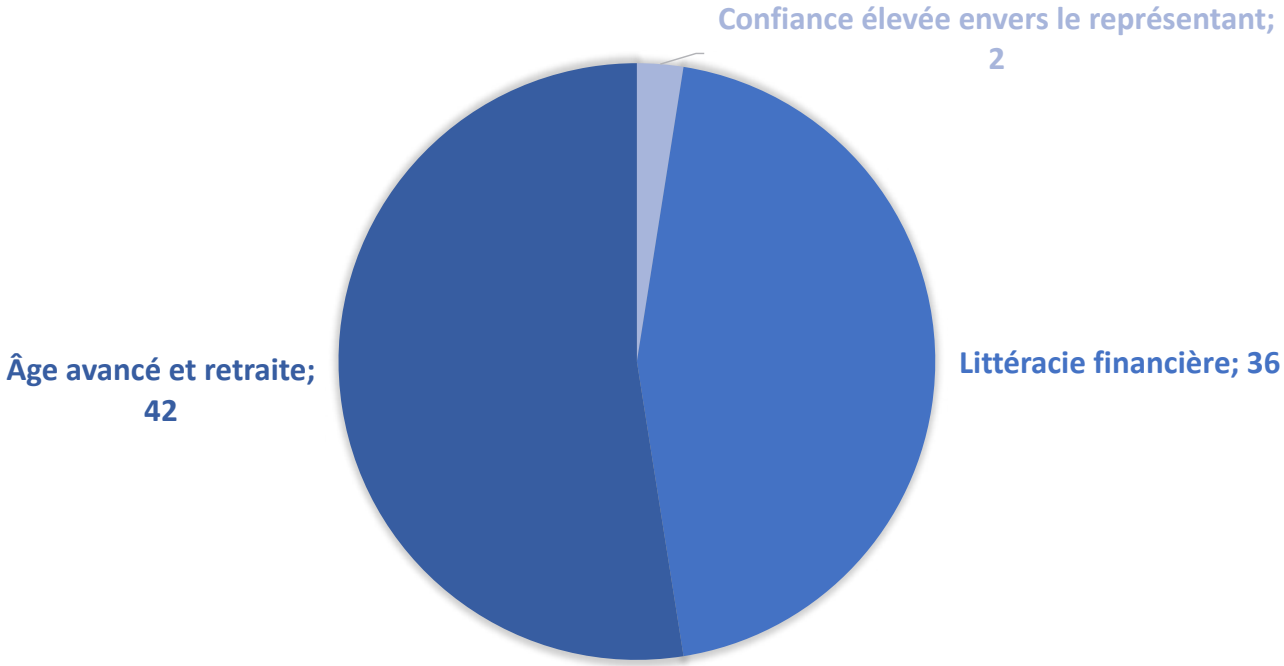
Soulignons que la *vulnérabilité de l'investisseur* à titre de facteur aggravant n'a été expressément identifiée par les formations d'instructions que dans 11 des 19 dossiers impliquant un investisseur vulnérable. Pour les huit autres dossiers, la formation d'instruction a fait état à quelques reprises de la vulnérabilité de l'investisseur sans toutefois mentionner qu'il s'agissait d'un facteur aggravant. Au final, il est donc difficile de déterminer le poids véritablement accordé à la vulnérabilité par la formation d'instruction dans ces décisions, ce qui laisse perplexe.

2.2.2.2. Ententes de règlement

2.2.2.2.1. Les types de vulnérabilité

Sur l'ensemble de nos dossiers ayant un investisseur vulnérable pour les ententes de règlement, nous avons observé que l'**âge avancé** était la caractéristique la plus fréquente. Nous la notons dans plus de 72% des cas, c.-à-d. dans 42 dossiers sur 58 dus au cumul des caractéristiques. Au second rang, nous observons que la **littéracie financière** revient dans plus de 62% des cas, soit pour 36 dossiers. Au dernier rang, nous avons observé que la **confiance élevée envers le représentant** n'était présente que dans deux dossiers ce qui constitue un peu moins de 5% des cas. D'ailleurs, nous avons observé que 20 dossiers sur 58 présentaient un investisseur vulnérable ayant à la fois l'**âge avancé** et la **littéracie financière** comme types de vulnérabilité.

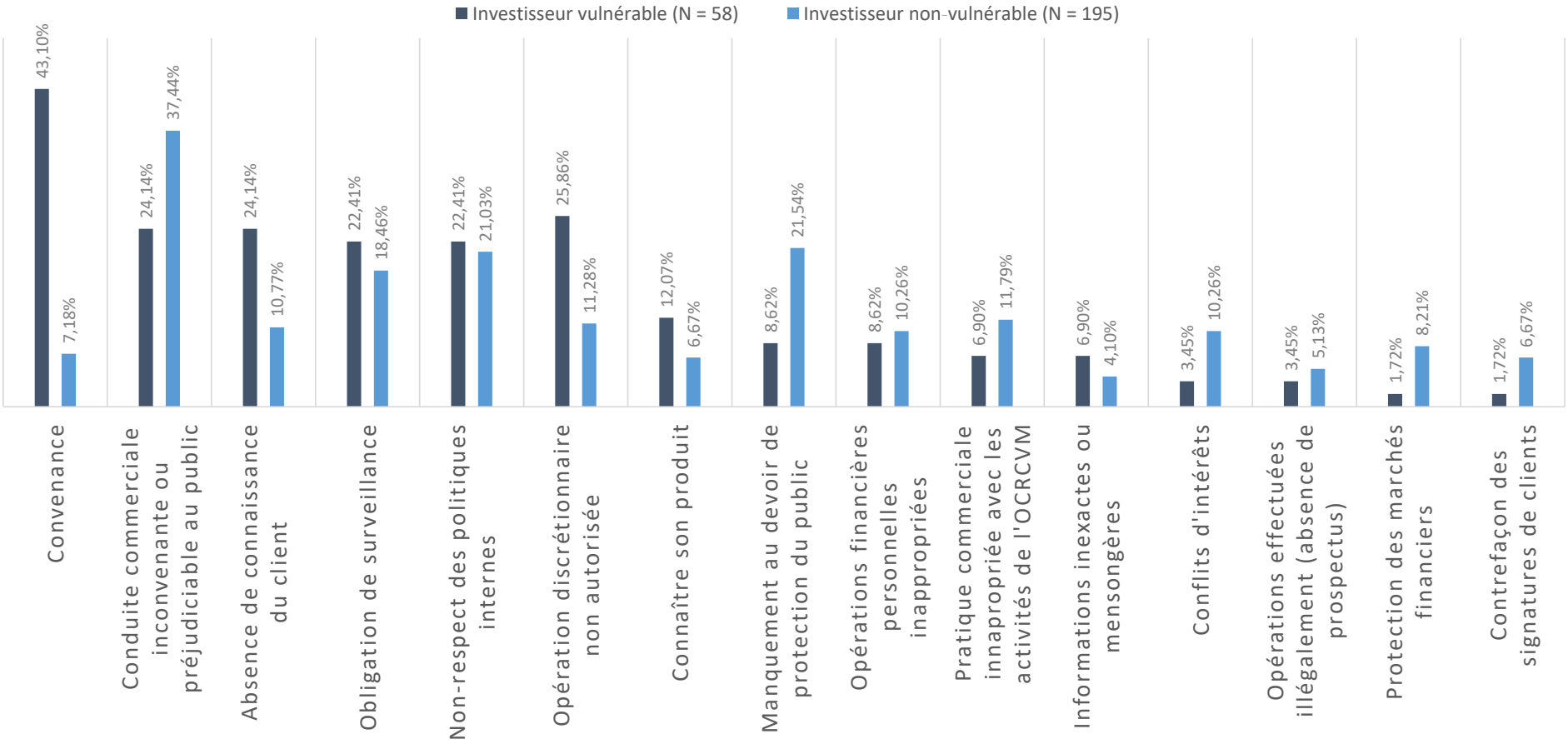
LES TYPES DE VULNÉRABILITÉ OBSERVÉES SUR LES 58 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR INVESTISSEUR VULNÉRABLE



2.2.2.2.2. Les infractions et la vulnérabilité

L'examen des infractions commises dans les 253 dossiers faisant l'objet d'une entente de règlement permet de constater des tendances marquées, notamment pour les infractions. En effet, la contravention à la norme de convenance à l'égard d'un investisseur vulnérable est en cause dans 43,10 % des ententes de règlement, alors qu'elle se retrouve dans seulement 7,18% des ententes impliquant un investisseur non vulnérable. De même, les infractions relatives aux opérations discrétionnaires non autorisées et aux manquements à la norme de connaissance du client semblent plus fréquentes lorsqu'il y a un investisseur vulnérable. Pour ces deux infractions, la différence pour les points de pourcentage est supérieure à 10.

FRÉQUENCE (%) DES INFRACTIONS EN FONTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



Afin d'observer s'il existe véritablement un lien statistique entre la vulnérabilité de l'investisseur et les infractions, dont celles avec des différences notables sur le plan de lafréquence, nous avons procédé à des régressions. Nous avons pu effectuer ces tests statistiques grâce à notre échantillon élevé de 253 données. L'un des objectifs visés par les tests d'hypothèses est de connaître la significativité des coefficients associés aux variables testées, soit les variables indépendantes[58]. Aux fins de l'analyse, nous testons la possibilité de rejeter ou non l'hypothèse H_0. Cette hypothèse est que le coefficient associé à la variable testée est nul, soit égal à « 0 »[59]. À cet égard, une variable avec un coefficient nul n'a pas d'incidence sur la variable dépendante[60].

Dans la construction du modèle pour expliquer la variable dépendante, soit Y, nous considérons l'hypothèse H_0 comme valide pour l'ensemble des coefficients[61]. Dès lors, nos calculs servent à confirmer ou à infirmer cette hypothèse. D'ailleurs, les deux hypothèses sont mutuellement exclusives et contiennent l'ensemble de toutes les probabilités. Donc, rejeter l'hypothèse H_0 implique une confirmation de H_1[62]. Lorsque H_1 ($\alpha i \neq 0$) est valide, les coefficients ne sont pas nuls et donc, les variables indépendantes ont une incidence sur la variable dépendante[63].

Pour infirmer ou confirmer l'hypothèse H_0, nous utilisons une p-value pour obtenir le seuil de confiance où nous rejetons ou non l'hypothèse H_0[64]. La p est une probabilité se retrouvant entre 0 et 1[65]. La formule 1-p nous donne le seuil de confiance à partir duquel nous pouvons rejeter l'hypothèse H_0. En l'espèce, nous rejetons l'hypothèse H_0 seulement lorsque nous avons un seuil supérieur à 0,9. En d'autres termes, nous avons pris la décision d'avoir une erreur de type 1 où sa probabilité est égale à 0,1. Cela implique alors que notre seuil de significativité est de 0,9 (1 – erreur = 1 - 0,1 = seuil). Dans notre cas, nous rejetons H_0 si :

$$1 - p > seuil = 0{,}9$$

Tous nos modèles comportent des variables binaires où elles prennent la valeur de 0 ou 1, que ce soit les variables dépendantes

58 James Stock et Mark Watson, Principes d'économétrie, Pearson, 3ième édition, 2012, p. 112
59 Id., p. 16.
60 Id.
61 Id., p. 112
62 Id., p. 113.
63 Id.
64 Id., p. 114
65 Id.

(Y) ou indépendantes. Nous avons donc utilisé le modèle « probit » qui se traduit selon cette forme[66] :

$$P(Y = 1|X_1 X_2, \dots, X_n) = \phi\,(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)$$

Considérant que nos variables sont binaires, il faut interpréter nos coefficients comme des probabilités lorsque ces variables sont présentes[67]. Par exemple, si le coefficient α1 est significatif (rejet de H0) et qu'il est de 0,2 alors la probabilité d'observer la variable dépendante augmente de 20 %.

En effectuant une étude statistique plus poussée de ces données par voie de régression, nous avons pu faire ressortir des liens entre le type d'infraction et la vulnérabilité de l'investisseur. Trois résultats sont notables.

Premièrement, nous observons un lien très significatif entre l'infraction de convenance et l'investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de 99 %. Autrement dit, le fait d'être un investisseur vulnérable augmente de 25,21 % la probabilité d'avoir une infraction de convenance par rapport à un dossier sans investisseur vulnérable. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante de convenance.

$$\text{Formule testée :}\ \textit{Probabilité}\,(\text{Convenance}) = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1\ \text{Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,2521	99%

[ANNEXE 1 : CONVENANCE (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Deuxièmement, nous constatons un lien significatif entre l'absence de connaissance du client et l'investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de 95 %. À cet égard, le fait d'être un investisseur vulnérable augmente de 11,50 % la probabilité d'avoir l'infraction d'absence de connaissance du client. Ce résultat a été obtenu en effectuant une

66 Id., p. 239
67 Id., p. 238

régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit l'absence de connaissance du client.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Absence de connaissance du client)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1150	95%

[ANNEXE 2 : ABSENCE DE CONNAISSANCE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Troisièmement, nous notons un lien très significatif entre l'opération discrétionnaire non-autorisée et l'investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de 99 %. C'est donc dire que le fait d'être un investisseur vulnérable augmente de 12,50 % la probabilité d'avoir une opération discrétionnaire non-autorisée. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit l'opération discrétionnaire non-autorisée.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Opération discrétionnaire non autorisée)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1250	99%

[ANNEXE 3 : OPÉRATION DISCRÉTIONNAIRE NON AUTORISÉE (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

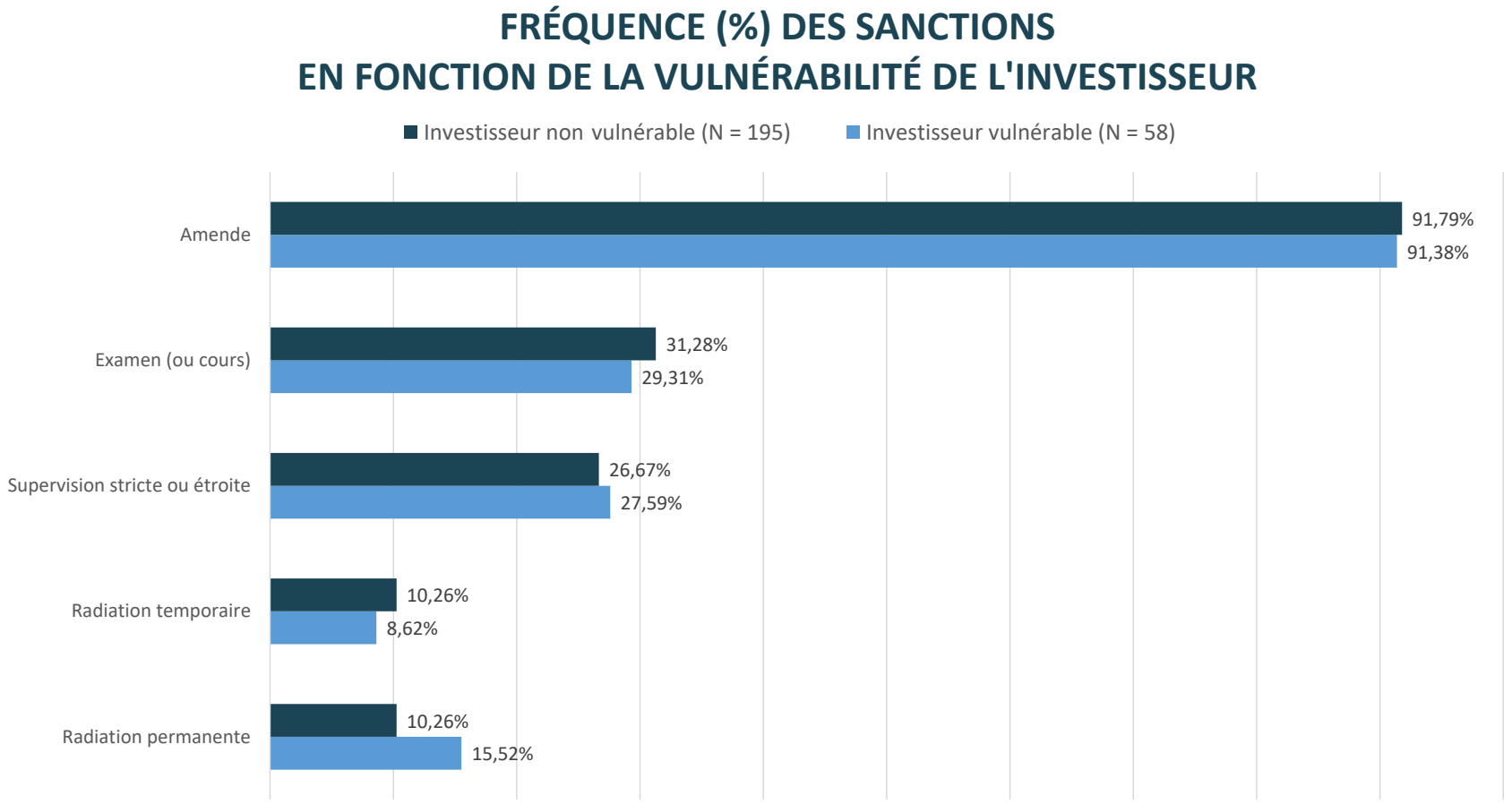
En somme, pour l'entente de règlement, nous avons procédé à une régression entre l'investisseur vulnérable et chaque infraction isolément. Nous avons seulement observé trois liens significatifs où les infractions avaient une probabilité plus élevée d'arriver, soit les infractions de convenance, d'absence de connaissance du client ainsi que l'opération discrétionnaire non autorisée. Pour toutes les autres infractions, nous n'avons pas été en mesure de rejeter l'hypothèse H_0, c.-à-d. qu'il n'y

avait pas de lien statistique avec la vulnérabilité de l'investisseur.

Du reste, il convient de souligner un résultat fort intrigant qui va dans le sens contraire des trois infractions mentionnées plus haut. Pour l'infraction de manquement au devoir de protection du public, nous avons observé un lien significatif avec l'investisseur vulnérable. Cependant, le statut de vulnérabilité de l'investisseur diminue la probabilité d'avoir cette infraction générale. Bien que nous ne connaissions pas la réponse exacte, nous croyons qu'une explication pourrait venir du fait qu'il s'agit d'une infraction résiduaire. À titre d'exemple, s'il s'avère que l'intimé est reconnu coupable de l'infraction d'opération discrétionnaire non autorisée, il n'est pas nécessaire d'avoir recours à celle de conduite commerciale inconvenante ou préjudiciable au public. D'ailleurs, la régression de la vulnérabilité de l'investisseur sur l'infraction générale concorde avec la différence notable dans la fréquence de cette infraction pour nos deux groupes. Pour le groupe n'ayant pas d'investisseur vulnérable, nous observons l'infraction dans 37,44 % des cas alors que pour celui ayant un investisseur vulnérable nous l'avons observé dans 24,14 %, soit une différence d'environ 13 points de pourcentage.

2.2.2.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité

Dans le cadre de notre analyse, nous avons examiné dans quelle mesure la présence d'un investisseur vulnérable influe sur les sanctions infligées pour différentes infractions.



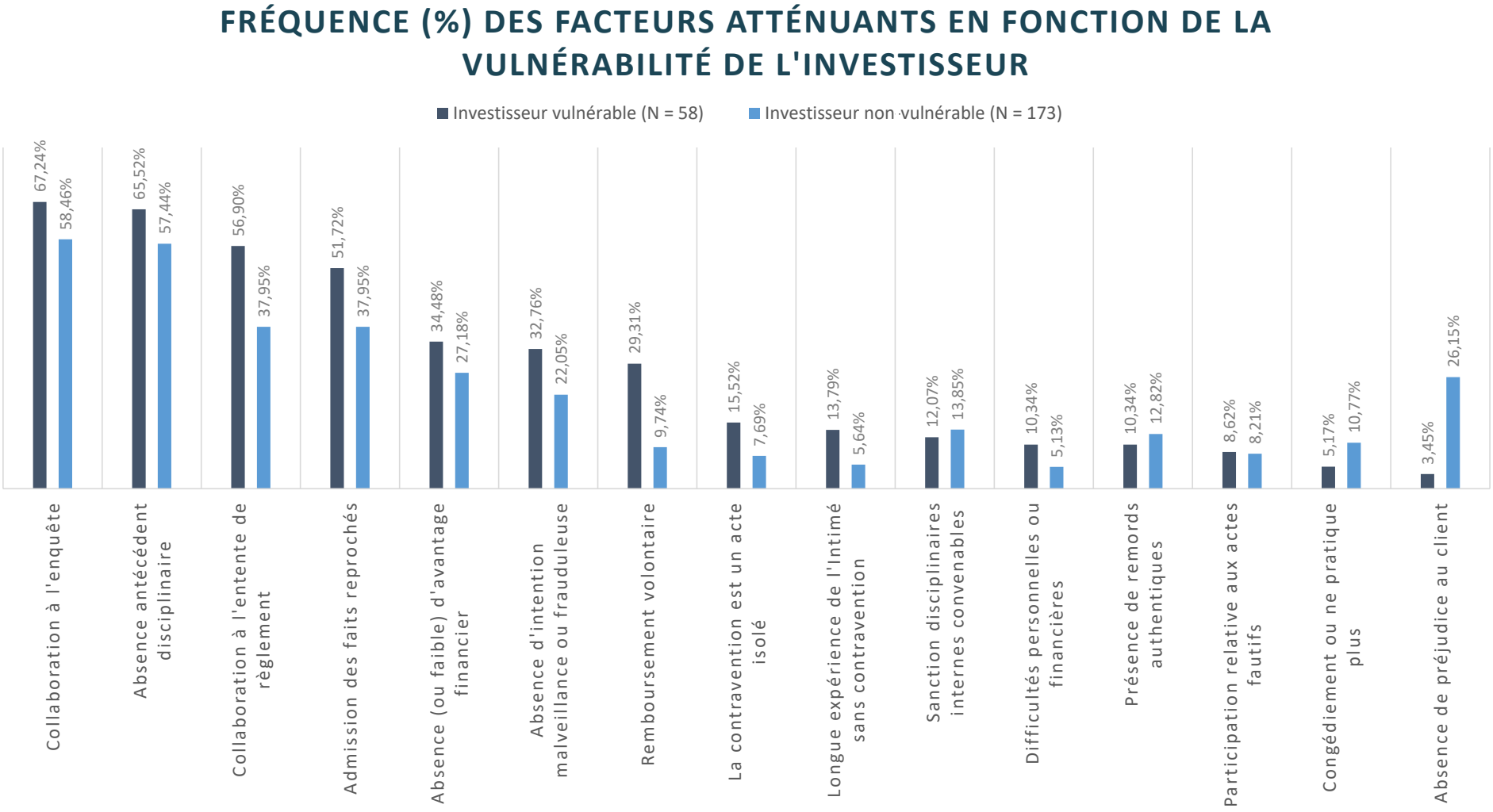
Selon les résultats observés pour la fréquence des sanctions, il n'y a pas de différence significative entre les décisions concernant un investisseur vulnérable et celles où l'investisseur n'est pas vulnérable. Dans tous les cas, la différence en point de pourcentage n'excède pas cinq points. La différence la plus prononcée concerne la radiation permanente qui est présente dans 15,52 % des dossiers impliquant un investisseur vulnérable alors que ce pourcentage est de 10,26 % pour les dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable.

Tout comme pour les infractions, nous avons effectué des régressions pour chaque sanction afin de déterminer s'il existe un lien statistique avec l'investisseur vulnérable. Or, pour chaque sanction, il n'y a pas de lien statistique entre les sections et la vulnérabilité de l'investisseur. Lorsque nous avons effectué nos tests statistiques, nous avons décidé d'imposer un minimum de 90 % comme seuil de confiance afin de rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle il n'existe pas de lien entre les deux variables, soit la sanction comme variable dépendante et la vulnérabilité de l'investisseur comme variable indépendante. En somme, puisque nous n'avons tout simplement pas été en mesure de rejeter l'hypothèse H_0, nous ne pouvons pas conclure qu'il existe un lien significatif entre ces variables.

Bien qu'il n'existe pas de lien statistique entre l'investisseur vulnérable et les sanctions, nous savons que certaines sanctions sont en partie expliquées par certaines infractions. Il faut donc comprendre que lorsque les parties s'entendent dans l'attribution des sanctions, ils analysent davantage la ou les infractions dans le dossier. À titre d'exemple, nous savons que la probabilité qu'une sanction de supervision stricte ou étroite soit infligée augmente de 13,38 % lorsqu'il y a une infraction de convenance.

2.2.2.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité

Tout comme pour le processus disciplinaire, nous avons décidé d'analyser les facteurs atténuants afin de saisir l'influence exercée par la vulnérabilité de l'investisseur. Pour ce faire, nous avons reproduit nos deux groupes, soit celui ayant un investisseur vulnérable ainsi que celui n'en ayant pas. À cet égard, nous tenterons de déterminer s'il y a des différences significatives entre ces deux groupes.



Nos résultats nous permettent de conclure qu'il n'existe pas de différences notables pour les facteurs atténuants. Seule la collaboration à l'entente de règlement, l'admission des faits reprochés ainsi que le remboursement volontaire sont des facteurs atténuants où la différence a été le plus marquée et plus présente pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable, soit avec une différence de près de 15 points de pourcentage.

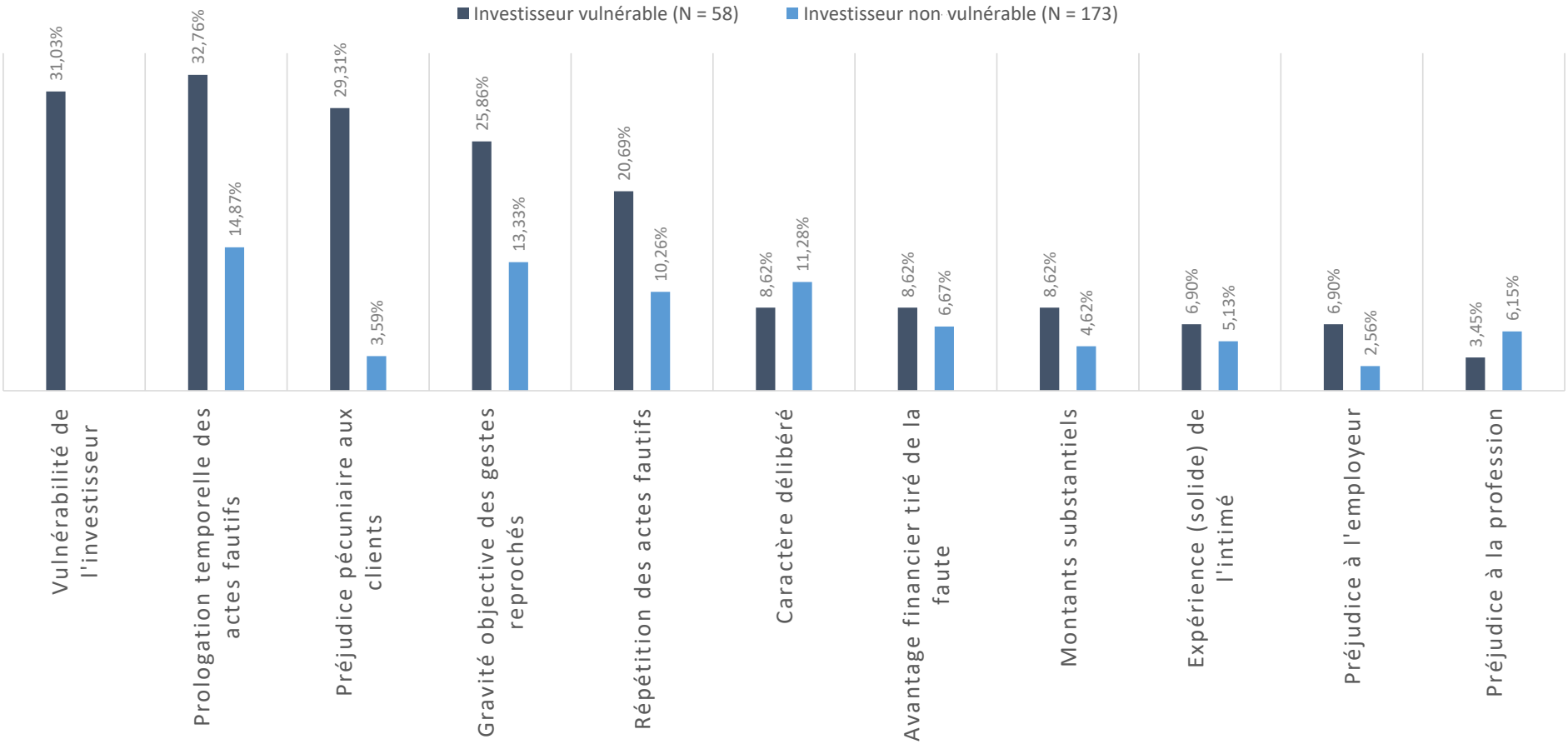
L'un des éléments notables est que l'absence de préjudice au client a été sept fois plus présente dans les dossiers où l'investisseur n'était pas vulnérable vis-à-vis ceux où l'investisseur était vulnérable.

2.2.2.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité

Nos résultats mettent en lumière un élément fort important. Lorsque l'investisseur est qualifié de vulnérable, son statut n'est pas nécessairement retenu comme étant un facteur aggravant. Ce constat ressort de l'examen des dossiers où l'investisseur alléguait cette caractéristique : seulement 31,03 % des dossiers l'avaient retenu. Il a été retenu 18 fois sur les 58 dossiers d'entente de règlement avec un investisseur vulnérable

Concernant les décisions disciplinaires, sur 19 dossiers ayant un investisseur vulnérable, la vulnérabilité a été notée par la formation d'instruction 11 fois. Ces résultats doivent être placés en perspective. En effet, jusqu'en 2015, les lignes directrices sur les sanctions ne mentionnaient pas la vulnérabilité de l'investisseur comme facteur aggravant. Ainsi, il revenait à la formation d'instruction, de son propre chef, de considérer ce facteur.

FRÉQUENCE (%) DES FACTEURS AGGRAVANTS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



Nous observons également que les facteurs aggravants sont pour la majorité plus fréquents dans les dossiers où l'investisseur est vulnérable. D'ailleurs, la différence est notable pour la prolongation temporelle des actes fautifs, le préjudice pécuniaire aux clients, la gravité objective des gestes reprochés ainsi que la répétition des actes fautifs. Nous observons pour tous ces facteurs aggravants une différence de plus de 10 points de pourcentage entre ces deux groupes.

Le plus frappant est le préjudice pécuniaire aux clients où la différence est au-delà de 25 points de pourcentage. Il s'agit d'une différence préoccupante puisque la protection du public est essentielle et encore plus lorsque les investisseurs sont vulnérables. Ce résultat concorde également avec le graphique des facteurs atténuants où la fréquence du facteur de l'absence de préjudice pécuniaire était nettement plus élevée pour l'investisseur n'étant pas vulnérable. Bref, il s'agit du même résultat, mais formulé différemment.

Suivant ces différences notables, nous avons décidé d'enchaîner avec des régressions afin d'analyser le lien entre la vulnérabilité de l'investisseur avec les facteurs aggravants. En excluant le facteur aggravant de la vulnérabilité, sur les 10 autres facteurs aggravants, nous avons rejeté l'hypothèse H_0, celle selon laquelle il n'y a pas de lien entre la variable dépendante et la variable indépendante, à quatre reprises.

D'abord, nous remarquons un lien très significatif entre la prolongation temporelle des actes fautifs et la vulnérabilité de l'investisseur considérant que nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de confiance de 99 %. À cet effet, lorsque l'investisseur présente l'un des traits de vulnérabilité, la probabilité qu'il y ait prolongation temporelle des actes fautifs augmente de 15,57 % par rapport à un dossier où l'investisseur n'est pas vulnérable.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité}\ (\text{Prolongation temporelle des actes fautifs}) = \alpha 0 + \alpha 1\ \text{Investisseur vulnérable} + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1557	99%

[ANNEXE 4 : PROLONGATION TEMPORELLE DES ACTES FAUTIFS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Ensuite, nous avons également observé un lien très significatif entre la vulnérabilité de l'investisseur avec le préjudice pécuniaire du client puisque nous avons rejeté l'hypothèse H0 sous un seuil de confiance de 99 %. La probabilité que le client subisse un préjudice pécuniaire augmente de 17,52 % lorsque ce dernier présente un signe de vulnérabilité.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Préjudice pécuniaire du client)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1752	99%

[ANNEXE 5 : PRÉJUDICE PÉCUNIAIRE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Puis, nous avons aussi remarqué un lien significatif entre la vulnérabilité de l'investisseur et la gravité objective des gestes reprochés considérant que nous avons exclu l'hypothèse H_0 avec un seuil de confiance de 95 %. D'ailleurs, la probabilité d'observer la gravité objective des gestes reprochés augmente de 11,19 % lorsque l'investisseur est qualifié de vulnérable par rapport à un investisseur ne l'étant pas.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Gravité objective des gestes reprochés)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1119	95%

[ANNEXE 6 : GRAVITÉ OBJECTIVE DES GESTES REPROCHÉS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Dernièrement, nous avons observé un lien significatif entre la vulnérabilité de l'investisseur et la répétition des actes fautifs puisque nous avons rejeté l'hypothèse H_0 sous un seuil de confiance de 95 %. Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité qu'il y ait une répétition des actes fautifs augmente de 9,15 %.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Répétition des actes fautifs)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,0915	95%

[ANNEXE 7 : RÉPÉTITION DES ACTES FAUTIFS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

En terminant, ces résultats sont sans l'ombre d'un doute inquiétants et requièrent une attention particulière des régulateurs afin de protéger l'investisseur vulnérable. Non seulement ce dernier est-il plus enclin à subir un préjudice pécuniaire, mais la prolongation temporelle des actes fautifs tout comme la répétition des actes fautifs font de l'investisseur vulnérable une victime davantage manipulée.

2.3. ASSOCIATION CANADIENNE DES FONDS MUTUELS (ACFM)

2.3.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire

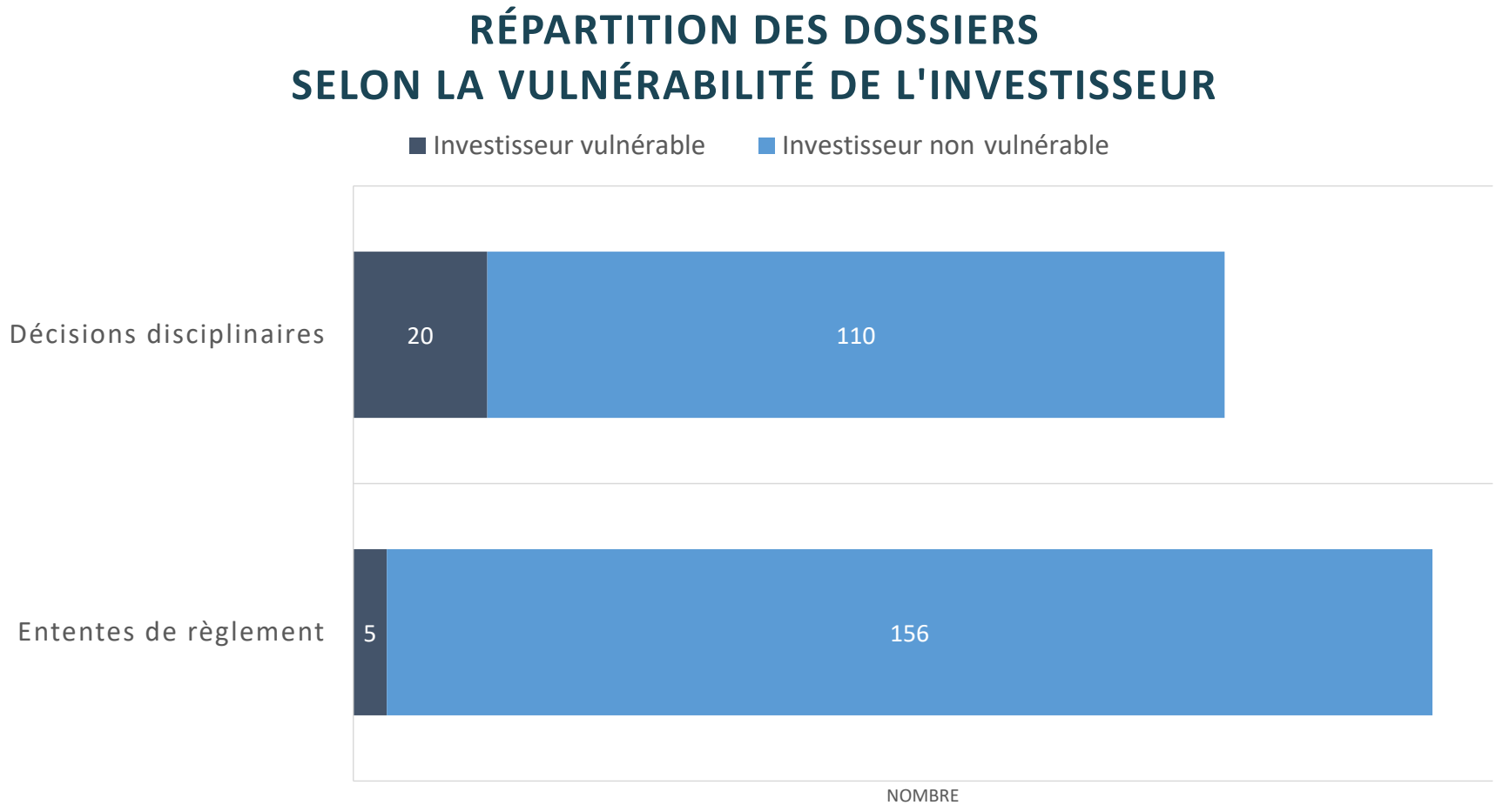
Le processus disciplinaire de l'ACFM est régi par les règles et les politiques de cet OAR. Le personnel de l'ACFM amorce une enquête lorsqu'il prend connaissance d'une contravention potentielle aux normes applicables. Après l'enquête, une poursuite disciplinaire peut être intentée contre le courtier membre ou le représentant. Le « jury d'audition » est composé de trois membres, un président, qui est un avocat ou un juge à la retraite, et deux membres de l'industrie.

Le jury d'audition peut tenir une audition au fond, au terme de laquelle il rendra une ordonnance sur la culpabilité. Le cas échéant, l'audition au fond décrétera les sanctions applicables en l'espèce. Notons que l'ACFM a adopté de nouvelles *Lignes directrices sur les sanctions* en novembre 2018 « qui visent à promouvoir l'uniformité de traitement, l'équité et la transparence en établissant un cadre de principes réglementaires applicables qui facilite l'exercice du pouvoir discrétionnaire dans la détermination des sanctions ».

Le jury d'audition peut aussi entendre une audition de règlement où sera présentée une entente de règlement avec l'intimé qui inclut les sanctions. Dans ce cas, le jury d'audition doit soit accepter soit rejeter l'entente de règlement. S'il accepte l'entente de règlement, le jury d'audition rend alors une ordonnance décrétant les sanctions prévues par l'entente.

2.3.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative

Nous avons recensé 291 décisions disciplinaires réparties en 130 décisions d'un jury d'audition (44,7 %) et 161 ententes de règlement (55,3 %). Or, parmi l'ensemble de ces décisions, peu d'entre elles impliquaient un investisseur vulnérable. Des 130 décisions disciplinaires, nous avons observé 20 dossiers où il y avait un investisseur vulnérable, ce qui représente 15,38 % des cas. Du côté des ententes de règlement, le pourcentage diminue de manière importante avec cinq dossiers mettant en présence un investisseur vulnérable sur nos 161 dossiers, soit un taux de 3,11 %. Contrairement à l'OCRCVM et à la CSF, l'ACFM se caractérise par un très faible nombre de décisions mentionnant que l'investisseur en cause est vulnérable.



Le faible nombre de dossiers comportant un investisseur vulnérable limite largement notre analyse. Par souci de rigueur, nous éviterons de tirer des conclusions avec des échantillons respectifs de 20 et cinq dossiers, que ce soit pour les décisions disciplinaires ou pour les ententes de règlement.

2.3.2.1. Décisions disciplinaires

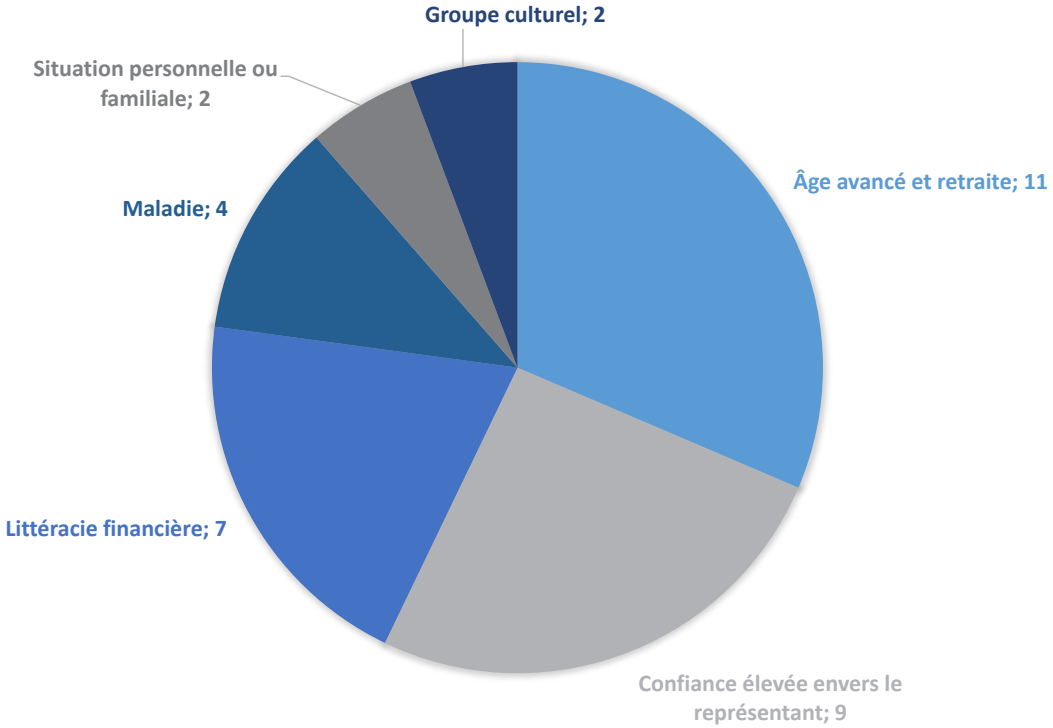
2.3.2.1.1. Les types de vulnérabilité

Concernant les types de vulnérabilité pour les décisions disciplinaires, nous observons qu'elles sont variées, mais aussi, qu'un investisseur peut présenter plusieurs types de vulnérabilité dans le même dossier. À titre d'exemple, dans l'affaire *Legare*[68], l'investisseuse a été qualifiée de vulnérable en raison de sa situation personnelle et familiale, ayant été confrontée à plusieurs décès dans son entourage dont son père, son neveu (suicide) ainsi que son mari, et ce, en l'espace d'une année[69]. En plus, elle présentait une confiance élevée envers le représentant puisqu'il était devenu son nouveau partenaire de vie après ces événements tragiques[70].

68 Legare (Re), 2010 CanLII 96125 (CA MFDAC), par. 41.
69 Ibid.
70 Ibid.

Au total, sur ces 20 dossiers, nous avons noté 33 caractéristiques de vulnérabilité. Plus de la moitié de ces dossiers faisait référence à l'**âge avancé et à la retraite**. Puis, la **confiance élevée envers le représentant** arrive au second rang quant au nombre de fois observé, soit neuf fois sur 20. Notons que les types de vulnérabilités suivants n'ont jamais été observés : le peu d'instruction, la perte d'emploi ainsi que le jeune âge.

LES TYPES DE VULNÉRABILITÉ RETENUS
DANS LES 20 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE



Nous observons certaines similitudes avec les autres organismes d'autoréglementation concernant les types de vulnérabilité. Pour l'OCRCVM, nous avions l'âge avancé et la retraite comme étant le type de vulnérabilité le plus fréquent que ce soit pour les décisions disciplinaires ou pour les ententes de règlement. Nous verrons plus tard que pour la CSF, c'est la confiance élevée envers le représentant qui possède la fréquence la plus élevée et la littéracie financière arrive au deuxième rang.

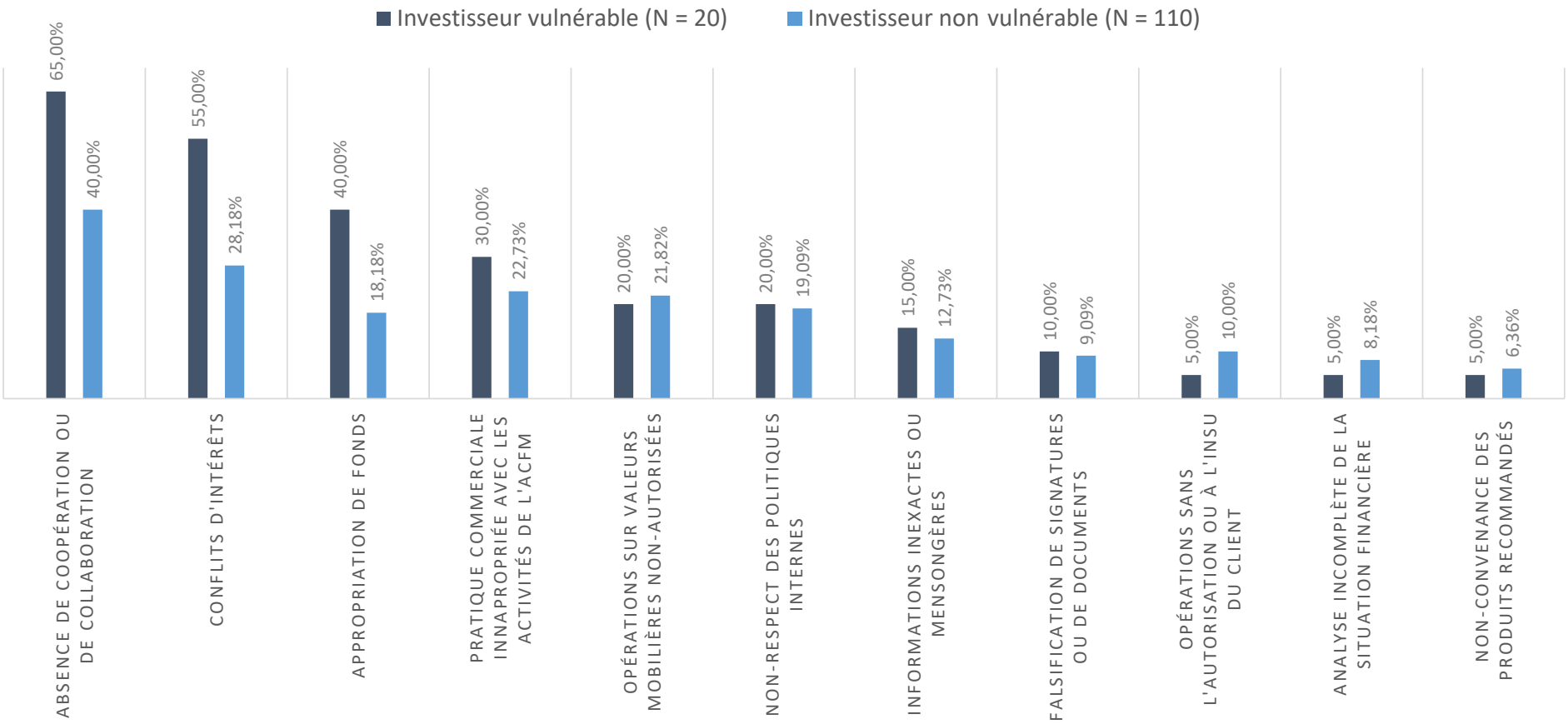
2.3.2.1.2. Les infractions et la vulnérabilité

En dissociant les décisions disciplinaires impliquant un investisseur vulnérable de celles où l'investisseur ne présente pas cette caractéristique, nous tentons d'observer s'il y a des différences quant à la fréquence des infractions. En procédant de la sorte, nous obtenons 20 dossiers avec un investisseur vulnérable. Ce faible nombre de dossiers nous amène à formuler une mise en garde quant à la robustesse de nos observations. Malgré cela, des résultats fort intéressants sont discernables.

Sur les 11 infractions recensées, nous observons qu'il y en a trois où la différence est notable entre les deux groupes quant à la fréquence, mais aussi plus élevées lorsque l'investisseur est vulnérable. D'abord, il semble que l'absence de coopération ou de collaboration soit plus fréquente lorsque l'investisseur présente cette caractérisque. L'infraction était présente dans 65 % des dossiers avec un investisseur vulnérable contrairement à 40 % pour ceux n'ayant pas un investisseur avec cette caractérisque, ce qui représente une différence de 25 points de pourcentage. Ensuite, il semble également que le conflit d'intérêts soit plus marqué au sein des dossiers avec un investisseur vulnérable puisque la différence dans la fréquence entre les deux groupes est supérieure à 25 points de pourcentage.

Aussi, il semble que la fréquence de l'appropriation de fonds soit plus élevée pour les dossiers ayant un investisseur vulnérable puisque nous l'avons observé dans 40 % des dossiers. En comparatif, pour les dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable, cette infraction a été présente seulement dans près de 18,18 % des cas.

FRÉQUENCE (%) DES INFRACTIONS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



D'ailleurs, la lecture jurisprudentielle des dossiers impliquant une appropriation de fonds semble régulièrement relier cette infraction à la vulnérabilité de l'investisseur. À titre d'exemple, dans l'affaire *Wellings*[71], l'intimé a été reconnu coupable de l'infraction d'approbation de sommes d'argent après qu'il ait emprunté 35 000 $ à sa cliente pour rembourser ses propres dettes. Le jury d'audition a conclu que la cliente était « elderly, retired, widowed and an unsophisticated investor who relied on the Respondent for investment advice and trusted him implicitly »[72]. Dans le dossier *Larson*[73], l'intimé a profité d'un groupe d'investisseurs âgés - que le jury d'audition a qualifié de vulnérable - en commettant plusieurs infractions, dont celle de l'appropriation de sommes d'argent.[74] L'une des victimes était âgée de 89 ans et vivait dans une maison de retraite[75]. Il ne fait aucun doute qu'il s'agit de l'une des infractions les plus graves puisqu'elle porte directement atteinte à la victime. Cependant, il convient de nuancer en réitérant le faible nombre de dossiers avec un investisseur vulnérable. Cela nous empêche de conclure avec certitude que l'appropriation de fonds est liée avec la vulnérabilité de l'investisseur, mais la fréquence de cette infraction semble plus élevée lorsque l'investisseur présente des signes de vulnérabilité.

71 Wellings (Re), 2011 CanLII 72475 (CA MFDAC), par. 6.
72 Wellings (Re), 2011 CanLII 72475 (CA MFDAC), par. 6.
73 Larson (Re), 2009 CanLII 79453 (CA MFDAC).
74 Larson (Re), 2009 CanLII 79453 (CA MFDAC), p. 16.
75 Larson (Re), 2009 CanLII 79453 (CA MFDAC), p. 24

2.3.2.1.3. Les sanctions et la vulnérabilité

Quant aux sanctions, sur notre échantillon de 20 dossiers impliquant un investisseur vulnérable, l'élément fort intéressant est que la radiation permanente a été observée dans 85 % des cas. Il s'agit de la sanction de loin la plus sévère et il semble que la radiation permanente soit plus fréquente lorsqu'il y a un investisseur vulnérable. Pour nos dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable, la sanction a été déclarée dans 68 % des cas. La différence dans la fréquence entre les deux groupes est supérieure à 15 points de pourcentage ce qui est non négligeable.

Concernant la radiation permanente, elle a été décrétée dans tous les dossiers impliquant une appropriation de fonds où il y avait un investisseur vulnérable, c.-à.-d., sur les huit dossiers. Malgré tout, nous ne sommes pas en mesure de déterminer si c'est la nature de l'infraction ou la vulnérabilité de l'investisseur qui détermine la sanction. Cependant, le dossier Wellings dresse un portrait des principes que le jury d'audition doit considérer lorsqu'il impose les sanctions :

> (a) The primary goal of securities regulation is protection of the investor and capital markets;
>
> (b) Sanctions are intended to be preventative, protective and prospective in nature in order to remove from the capital markets…those whose past conduct…indicates that their future conduct may be detrimental to the capital markets;
>
> (c) The Panel should consider (i) protection of the investing public (ii) integrity of the securities markets (iii) specific and general deterrence (iv) protection of the MFDA's membership and (v) protection of the integrity of the MFDA's enforcement process;
>
> (d) General deterrence is designed to keep an occurrence from happening; it discourages similar wrongdoing in others so as to re-affirm public confidence in the regulatory system[76].

Toujours dans l'affaire *Wellings*, le jury a conclu que l'emprunt de 35 000 $ était non seulement contraire aux règles de ACFM, mais que tirer avantage d'une personne vulnérable était une conduite grave[77]. Le jury d'audition n'a pas hésité à sanctionner l'intimé avec une radiation permanente[78]. Dans un cas très similaire, soit dans l'affaire *Ryan*, le jury d'audition conclut que l'appropriation de fonds de 40 000 $ par l'intimé à son client âgé et vulnérable jumelée à une absence de collaboration avec l'ACFM constituait un « egregious case » et qu'une radiation permanente était nécessaire[79]. D'ailleurs, dans l'affaire Ciardullo, non seulement la sanction était celle de la radiation permanente, mais le jury d'audition avait des mots sévères à l'égard de l'intimé en le considérant comme un « wicked man » à la suite d'un vol de 250 000 $ d'un couple de personnes âgées[80].

Même avec ces dossiers conclus par une radiation permanente, il demeure difficile d'établir un lien direct entre la sanction et la vulnérabilité de l'investisseur puisque l'appropriation de fonds est une infraction grave. D'ailleurs, en scrutant la jurisprudence, nous sommes fortement portés à croire que la sanction est davantage reliée à l'infraction plutôt qu'à la vulnérabilité de

76 *Wellings* (Re), 2011 CanLII 72475 (CA MFDAC), par. 17.
77 *Wellings* (Re), 2011 CanLII 72475 (CA MFDAC), par. 19.
78 *Wellings* (Re), 2011 CanLII 72475 (CA MFDAC), par. 27.
79 *Ryan* (Re), 2011 CanLII 30215 (CA MFDAC), par. 32.
80 *Ciardullo* (Re), 2013 CanLII 27375 (CA MFDAC), par. 20.

l'investisseur. Comme nous l'avons mentionné plus tôt, tous les dossiers impliquant une appropriation de fonds se sont conclus avec une radiation permanente. De l'autre côté, pour les 12 autres dossiers n'ayant pas d'appropriation de fonds, mais qui implique toujours un investisseur vulnérable, nous avons constaté la radiation permanente neuf fois. Certes, il s'agit de faibles échantillons, mais nous croyons que l'implication d'un investisseur vulnérable n'amène pas nécessairement le jury d'audition à conclure par une radiation permanente.

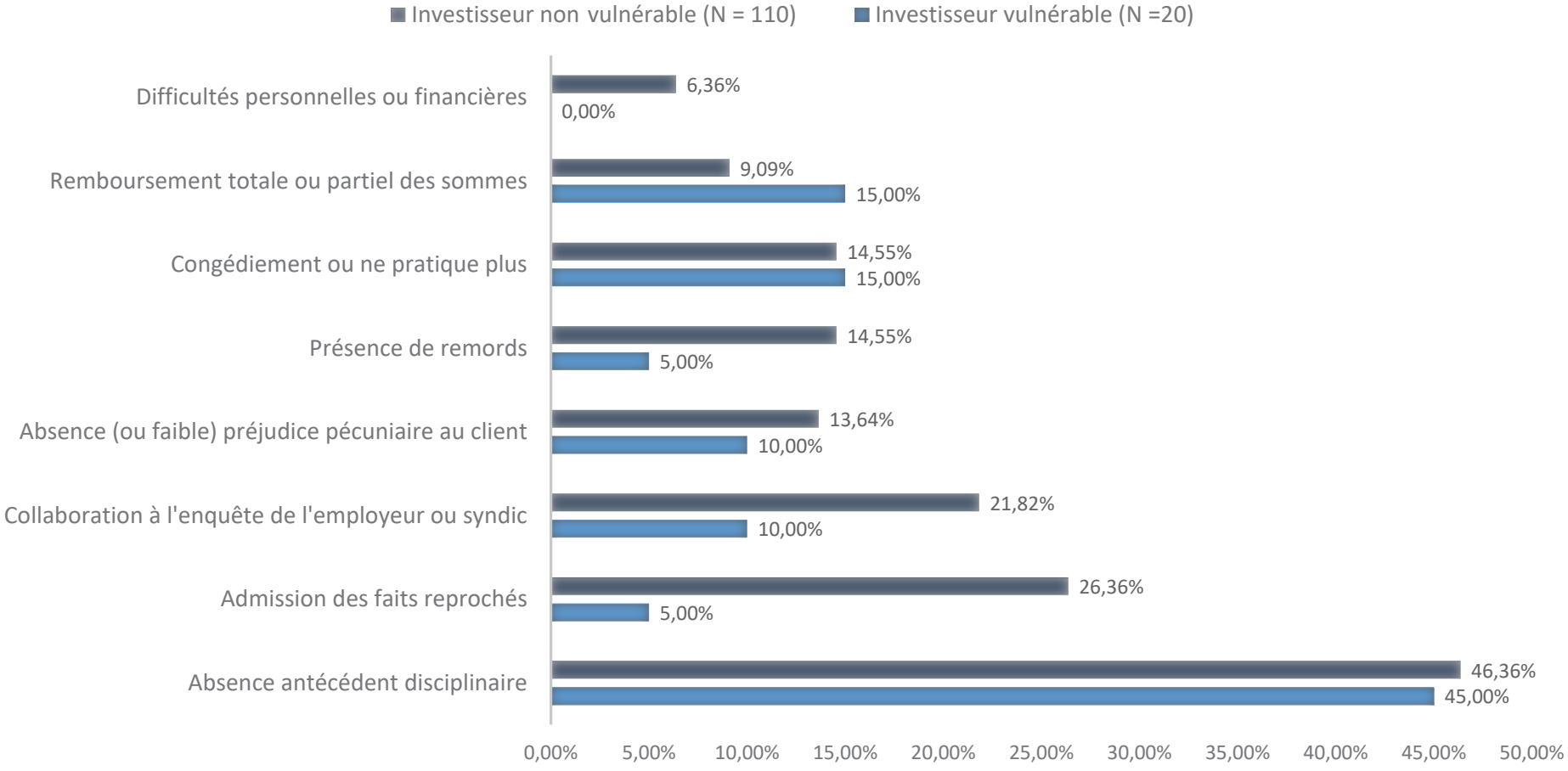
Notons que la fréquence pour la radiation temporaire semble plus élevée lorsque l'investisseur n'est pas vulnérable puisqu'elle a été observée dans près de 23 % des cas alors qu'elle ne l'a été que dans 10 % des dossiers avec un investisseur vulnérable. Ce résultat s'explique par le fait que les deux radiations sont généralement mutuellement exclusives.

2.3.2.1.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité

Concernant les huit facteurs atténuants que nous avons recensés, il semble que deux d'entre eux présentent une fréquence plus élevée (et notable) pour les dossiers qui n'impliquent pas d'investisseur vulnérable. D'abord, l'admission des faits reprochés a été présente dans 26,36 % des dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable contrairement à 5,00 % pour ceux où l'investisseur possède un trait de vulnérabilité ce qui représente une différence de plus de 20 points de pourcentage. Puis, la collaboration à l'enquête de l'employeur ou du syndic semble également être plus fréquente lorsque l'investisseur n'est pas vulnérable considérant la différence de plus de 10 points de pourcentage.

Pour les six autres facteurs atténuants, aucune différence majeure n'est notable entre les deux groupes quant à la fréquence considérant qu'aucune différence n'excède 10 points de pourcentage. Cependant, la présence de remords arrive près d'une telle différence puisqu'il a été observé 14,55 % pour les dossiers n'ayant pas d'investisseur vulnérable alors qu'il l'a été 5 % de ceux avec un investisseur vulnérable.

FRÉQUENCE (%) DES FACTEURS ATTÉNUANTS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



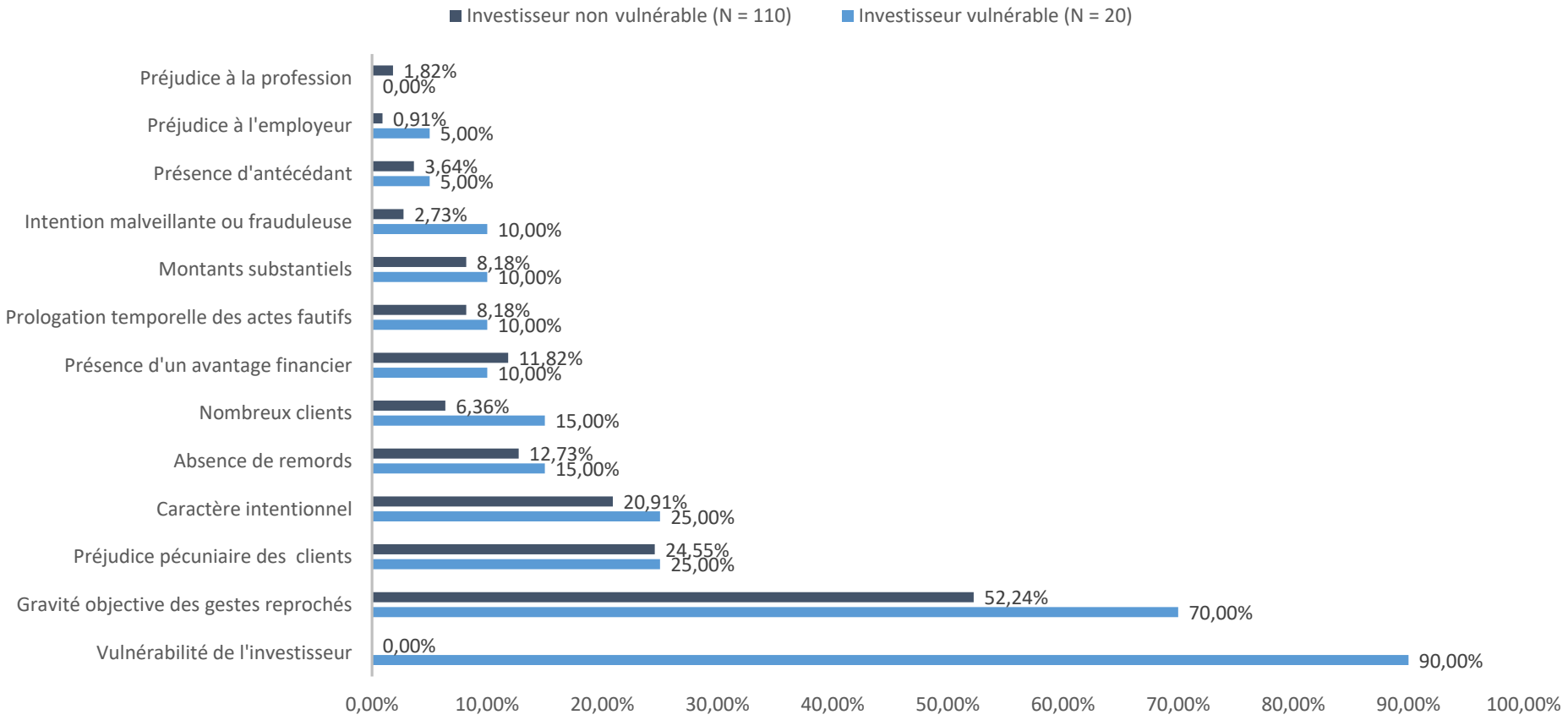
2.3.2.1.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité

Sur les 20 dossiers avec un investisseur vulnérable, nous avons observé que ce statut est très souvent retenu dans les facteurs aggravants, soit 90 % des cas. Bien que notre échantillon soit faible, il s'agit d'un résultat fort intéressant dans la protection des investisseurs vulnérables puisque le jury d'audition de l'ACFM en tient compte. D'ailleurs, dans le dossier *Tahir*, l'importance de la vulnérabilité de l'investisseur est soulignée explicitement : « […] the Panel was guided by the principle that the primary goal of securities regulation is the protection of the investor. The Panel was also influenced by the vulnerable nature of the client. »[81]

Ensuite, nous avons la gravité objective des gestes reprochés qui a été le facteur aggravant le plus présent au sein des dossiers avec un investisseur vulnérable, soit dans 70 % des cas. Pour notre échantillon comparatif, nous observons la gravité objective des gestes reprochés dans 52,24 % des dossiers. Outre la vulnérabilité de l'investisseur, il s'agit du seul facteur aggravant où la différence est notable entre les deux groupes quant à la fréquence. Cette différence étant de plus de 10 points de pourcentage. Pour le reste des facteurs aggravants, aucune différence significative n'est notable quant à la fréquence entre les deux groupes. Cela pourrait s'expliquer par le faible nombre de dossiers avec un investisseur vulnérable.

81 *Tahir* (Re), 2015 CanLII 69109 (CA MFDAC).

FRÉQUENCE (%) DES FACTEURS AGGRAVANTS EN FONCTION DE LA VULNÉRABILITÉ DE L'INVESTISSEUR



2.3.2.2. Ententes de règlement

L'un des constats majeurs pour les ententes de règlement est la faiblesse du nombre de dossiers impliquant un investisseur vulnérable, nous n'en avons que cinq sur nos 161 dossiers ce qui représente que 3 %. Pour les décisions disciplinaires, nous avions observé que les investisseurs vulnérables étaient présents dans 15,38 %. Cette différence non négligeable nous a amenés à procéder à une analyse comparative entre les décisions disciplinaires et les ententes de règlement. L'un des constats majeurs est la différence marquée quant à la gravité des dossiers. Dans l'ensemble, les décisions disciplinaires possèdent des cas beaucoup plus graves que ceux des ententes de règlement ce qui pourrait expliquer la faiblesse du nombre de dossiers avec un investisseur vulnérable au sein des ententes de règlement. Nous avons observé que les infractions les plus graves sont plus fréquentes au sein des décisions disciplinaires, tout comme les facteurs aggravants et les sanctions les plus graves.

À titre d'exemple, la radiation permanente a été observée plus de 70 % de l'ensemble des décisions disciplinaires alors qu'elle ne l'a été que dans 15 % des ententes de règlement. Seulement cette sanction grave illustre la différence marquée quant à la gravité et nos échantillons sont très élevés, les deux au-delà de 130 dossiers. Également, les amendes sont généralement plus élevées lorsqu'elles sont déterminées par décision disciplinaire que si elles proviennent d'une entente de règlement.

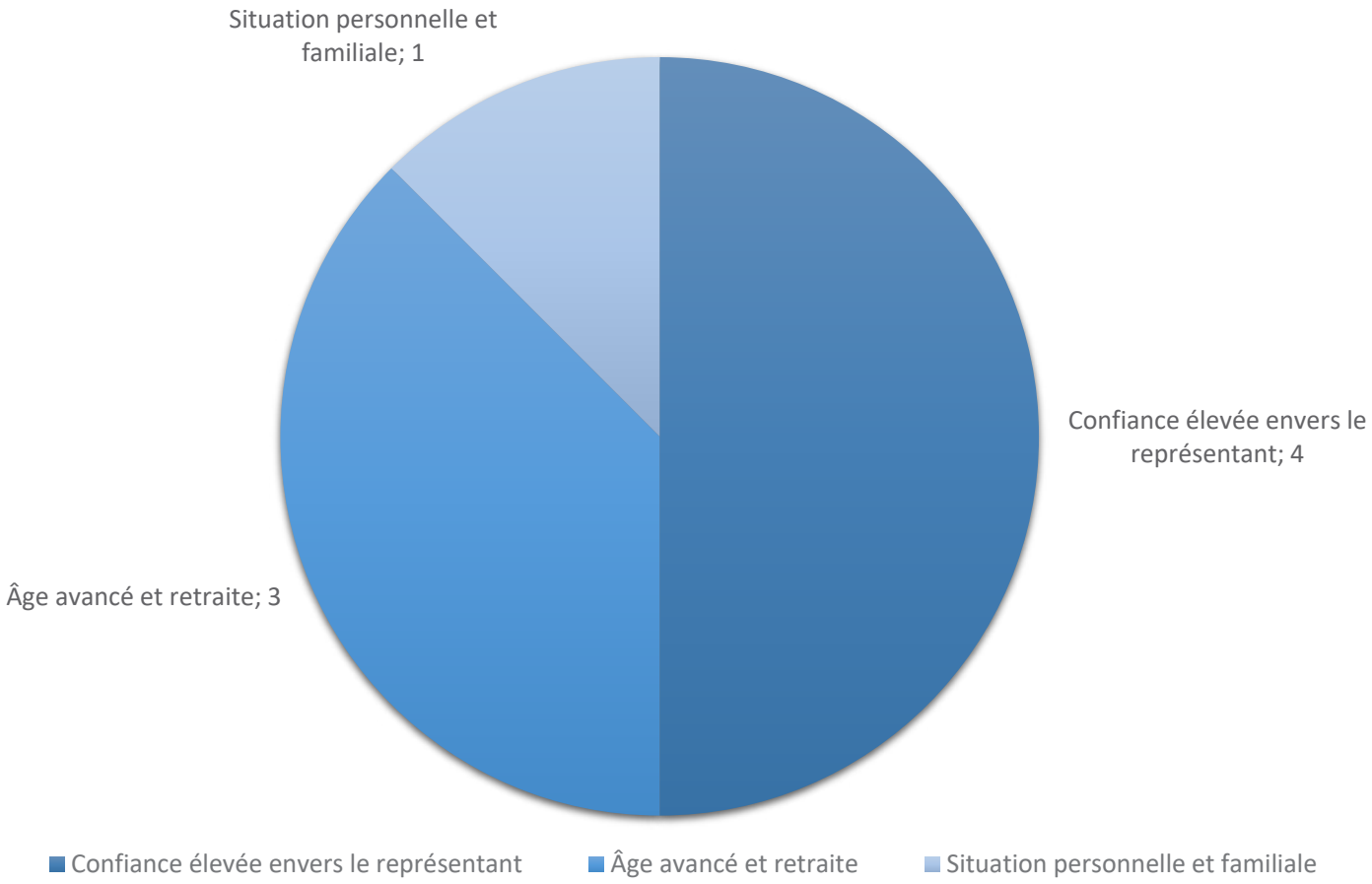
Considérant ce très faible nombre de dossiers avec un investisseur vulnérable, nous ne pouvons pas comparer les observations avec celles du groupe où l'investisseur n'est pas vulnérable (156 cas). Également, il est encore plus difficile de dresser des conclusions contrairement aux autres sections de l'étude, que ce soit pour l'OCRCVM, la CSF ou bien les décisions disciplinaires de l'ACFM.

En terminant, une autre explication pour la faiblesse du nombre de dossiers est que depuis 2013, il n'y a aucun dossier impliquant un investisseur vulnérable pour les ententes de règlement.

2.3.2.2.1. Les types de vulnérabilité

Tout comme pour les décisions disciplinaires, les types de vulnérabilités varient d'un dossier à l'autre et l'investisseur vulnérable peut présenter plusieurs de ces caractéristiques. Au total, sur cinq dossiers où l'investisseur est vulnérable, nous avons noté huit caractéristiques de vulnérabilité, mais uniquement trois types de vulnérabilité. Nous avons observé la **confiance élevée envers le représentant** quatre fois, l'**âge avancé et retraite** à trois reprises ainsi que la **situation personnelle et familiale** une seule fois.

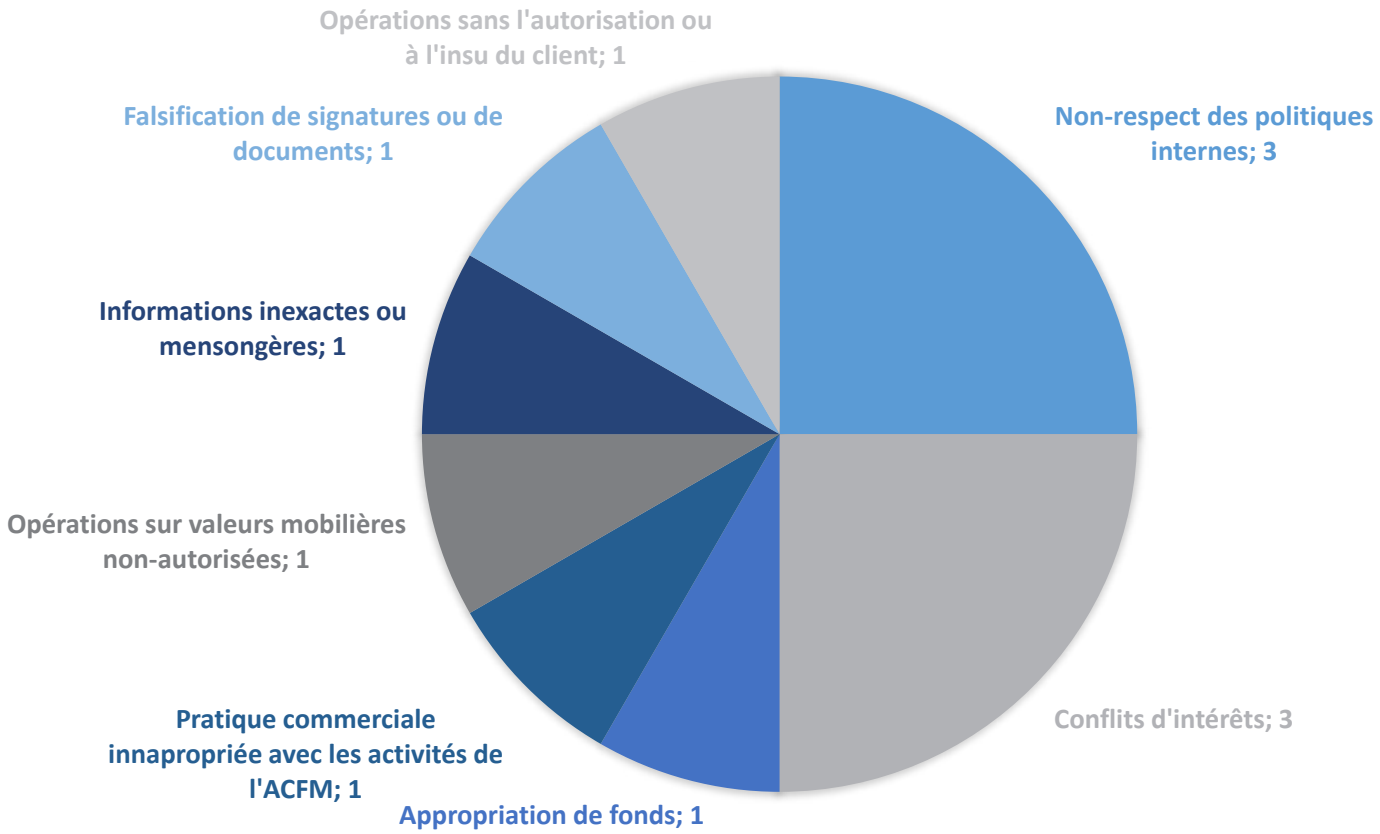
LES TYPES DE VULNÉRABILITÉ RETENUS DANS LES 5 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE



2.3.2.2.2. Les infractions et la vulnérabilité

Parmi nos dossiers ayant un investisseur vulnérable, nous avons pu remarquer que le non-respect des politiques internes ainsi que le conflit d'intérêts étaient les deux infractions les plus présentes, soit dans trois dossiers sur cinq. Pour le non-respect des politiques internes, cette infraction était au sixième rang quant à la fréquence pour l'ensemble des décisions disciplinaires. Pour les conflits d'intérêts, il semble qu'à première vue, il s'agit d'une infraction parmi les plus fréquentes tant pour les décisions disciplinaires (au deuxième rang) que pour les ententes de règlement.

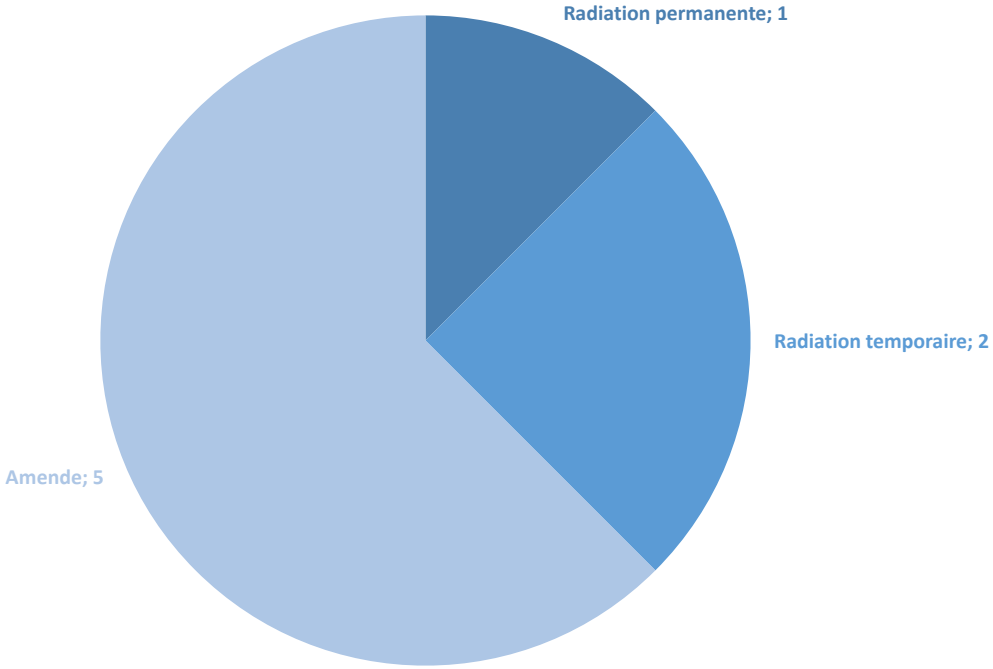
LES INFRACTIONS OBSERVÉES
DANS LES 5 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE



2.3.2.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité

Pour les sanctions, elles illustrent notre constat selon lequel les dossiers qui se concluent avec une entente de règlement sont généralement moins graves que ceux des décisions disciplinaires. Nous observons la radiation permanente uniquement une fois sur cinq alors qu'elle l'avait été dans 85 % des cas pour les décisions disciplinaires où l'investisseur était vulnérable. Pour l'amende, elle a été observée dans les cinq dossiers.

LES SANCTIONS DÉCERNÉES DANS LES 5 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE



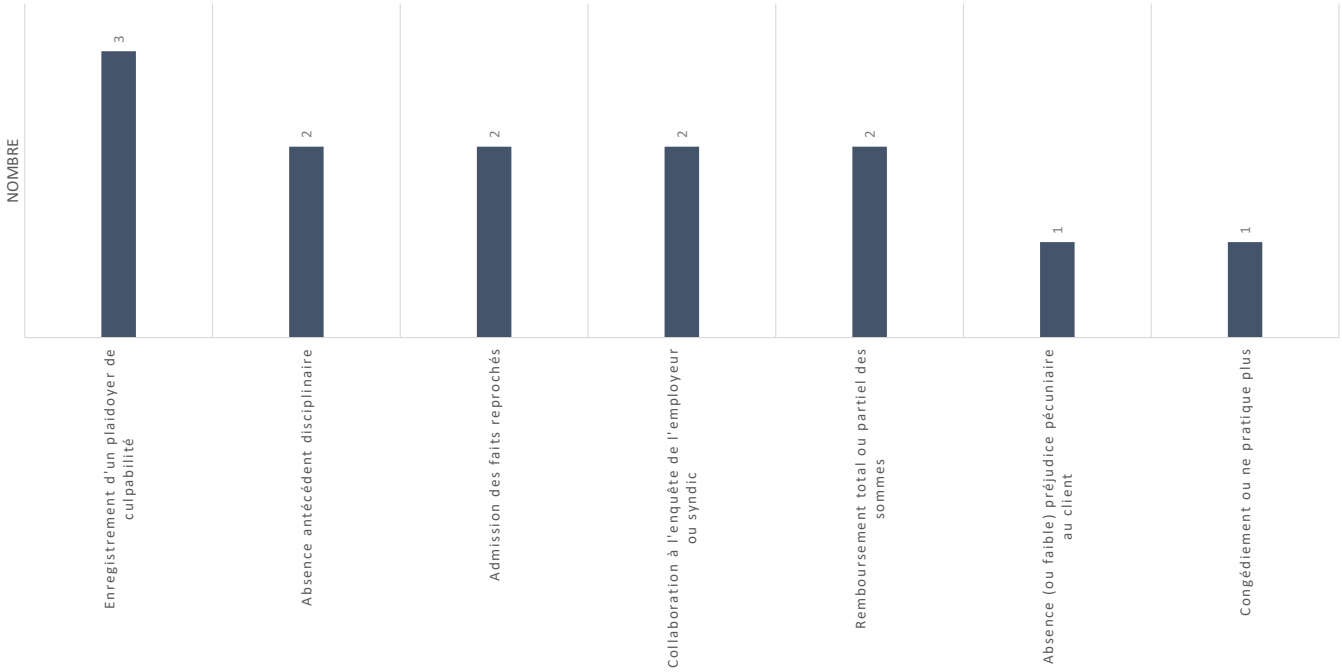
2.3.2.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité

Concernant les facteurs atténuants, l'enregistrement d'un plaidoyer de culpabilité a été celui le plus observé pour un total de trois fois. L'absence d'antécédent disciplinaire, l'admission des faits reprochés, la collaboration à l'enquête de l'employeur ou du syndic ainsi que le remboursement total ou partiel des sommes étaient tous présents deux fois.

Lorsque nous comparons les facteurs atténuants avec ceux aggravants, nous observons qu'ils sont beaucoup plus nombreux et cela s'explique également par la plus faible « gravité » des dossiers se concluant par entente de règlement.

D'ailleurs, l'apport des facteurs atténuants n'est pas négligeable dans l'attribution des sanctions. Dans l'affaire *Haylock*, il a été permis d'infliger une amende de 3 000 $ après que l'intimé ait été reconnu coupable de *personal financial dealings* et que les lignes directrices sur les sanctions suggèrent plutôt une amende de 10 000 $[82]. Dans cette affaire, bien que la cliente ait été à la fois une amie[83] et une personne âgée (*senior*)[84], plusieurs facteurs atténuants étaient présents et soulignés par les parties : l'absence d'antécédent disciplinaire, la somme impliquée était très petite et a été remboursé, l'infraction était un manque de jugement, l'intimé a collaboré à l'enquête tout en reconnaissant sa responsabilité et il n'existe pas de risque de récidive[85].

LES FACTEURS ATTÉNUANTS RETENUS DANS LES 5 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE

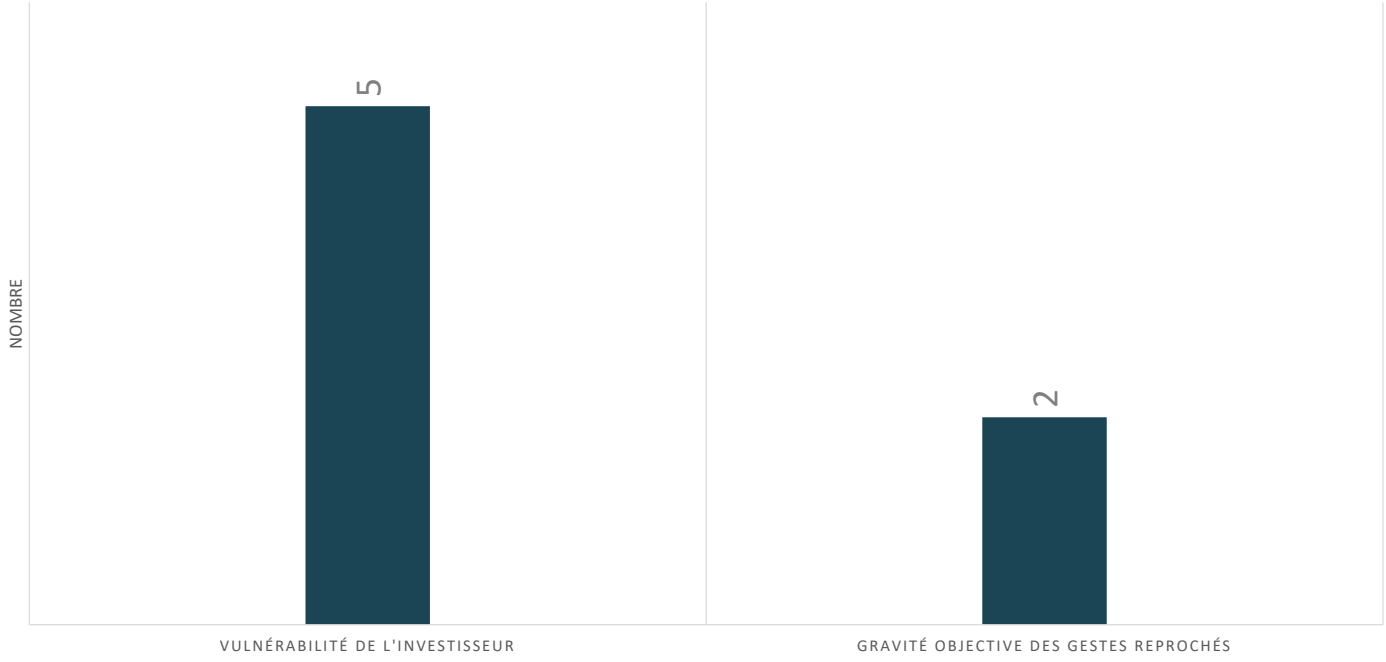


82 Haylock (Re), 2013 CanLII 47063 (CA MFDAC), par. 13-16
83 Haylock (Re), 2013 CanLII 47063 (CA MFDAC), par. 6
84 Haylock (Re), 2013 CanLII 47063 (CA MFDAC), par. 7.
85 Haylock (Re), 2013 CanLII 47063 (CA MFDAC), par. 8.

2.3.2.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité

Sur les cinq dossiers avec un investisseur vulnérable, nous avons observé cette caractéristique dans l'ensemble des cas comme facteur aggravant ce qui est sécurisant au regard de la protection des investisseurs, et ce, malgré le faible échantillon. Il s'agit d'un résultat comparable avec les décisions disciplinaires où il avait été noté 17 fois sur 20. En combinant les deux processus, nous obtenons qu'il ait été noté 22 fois sur 25 ce qui représente 88 %.

LES FACTEURS AGGRAVANTS RETENUS DANS LES 5 DOSSIERS AVEC UN INVESTISSEUR VULNÉRABLE



2.4. CHAMBRE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE (CSF)

2.4.1. Vue d'ensemble du processus disciplinaire

Le processus disciplinaire de la CSF est régi par la LDPSF et subsidiairement par certaines dispositions du *Code des professions*[86]. Le processus s'apparente à celui que l'on retrouve dans le secteur des ordres professionnels. Ainsi, la procédure disciplinaire de la CSF en valeurs mobilières s'amorce après une enquête de son syndic effectuée de sa propre initiative ou à la suite d'une plainte selon laquelle un représentant en épargne collective ou en plans de bourses d'étude aurait commis une infraction à une disposition de la LVM ou de l'un de ses règlements[87]. Le syndic de la CSF peut alors déposer une plainte devant le comité de discipline de la CSF contre un tel représentant parce qu'il a des motifs raisonnables de croire qu'une infraction à la LVM ou à ses règlements a été commise.[88]

En valeurs mobilières, le comité de discipline de la CSF a compétence quant aux plaintes formulées contre un représentant en épargne collective ou en plans de bourses d'études pour une infraction relatives à la LVM et à ses règlements d'application.[89] Pour une audition donnée, il est composé d'un avocat qui agit comme président et de deux membres de l'industrie. Le Comité de discipline a le pouvoir de décider toute question de droit ou de fait nécessaire à l'exercice de sa compétence. Au terme de l'audition, le Comité de discipline peut infliger les sanctions suivantes :

- Réprimande;
- Radiation temporaire ou permanente du tableau, même si depuis la date de l'infraction il a cessé d'y être inscrit;
- Amende d'au moins 2 000 $ et d'au plus 50 000 $ pour chaque infraction;
- Obligation de remettre à toute personne à qui elle revient une somme d'argent que le professionnel détient ou devrait détenir pour elle;
- Obligation de communiquer un document ou tout renseignement qui y est contenu, et l'obligation de compléter, de

86 Art. 376 LDPSF et les dispositions du Code des professions relatives à l'introduction et à l'instruction d'une plainte ainsi qu'aux décisions et sanctions la concernant s'appliquent, compte tenu des adaptations nécessaires, aux plaintes que reçoit le comité de discipline de la CSF.

87 Art. 329 LDPSF.

88 Outre par le syndic, une plainte peut être déposée par un membre du public ou le Comité de révision de l'AMF. Art. 344, 347, 351.1 et suiv. LDPSF.

89 Art. 352 et suiv. LDPSF. Notons que le Tribunal des marchés financiers a une compétence concurrente dans ce domaine en vertu des art. 115 et suiv. LDPSF.

supprimer, de mettre à jour ou de rectifier un tel document ou renseignement;

- Révocation du permis; la révocation du certificat de spécialiste; la limitation ou la suspension du droit d'exercer des activités professionnelles
- Paiement des déboursés.[90]

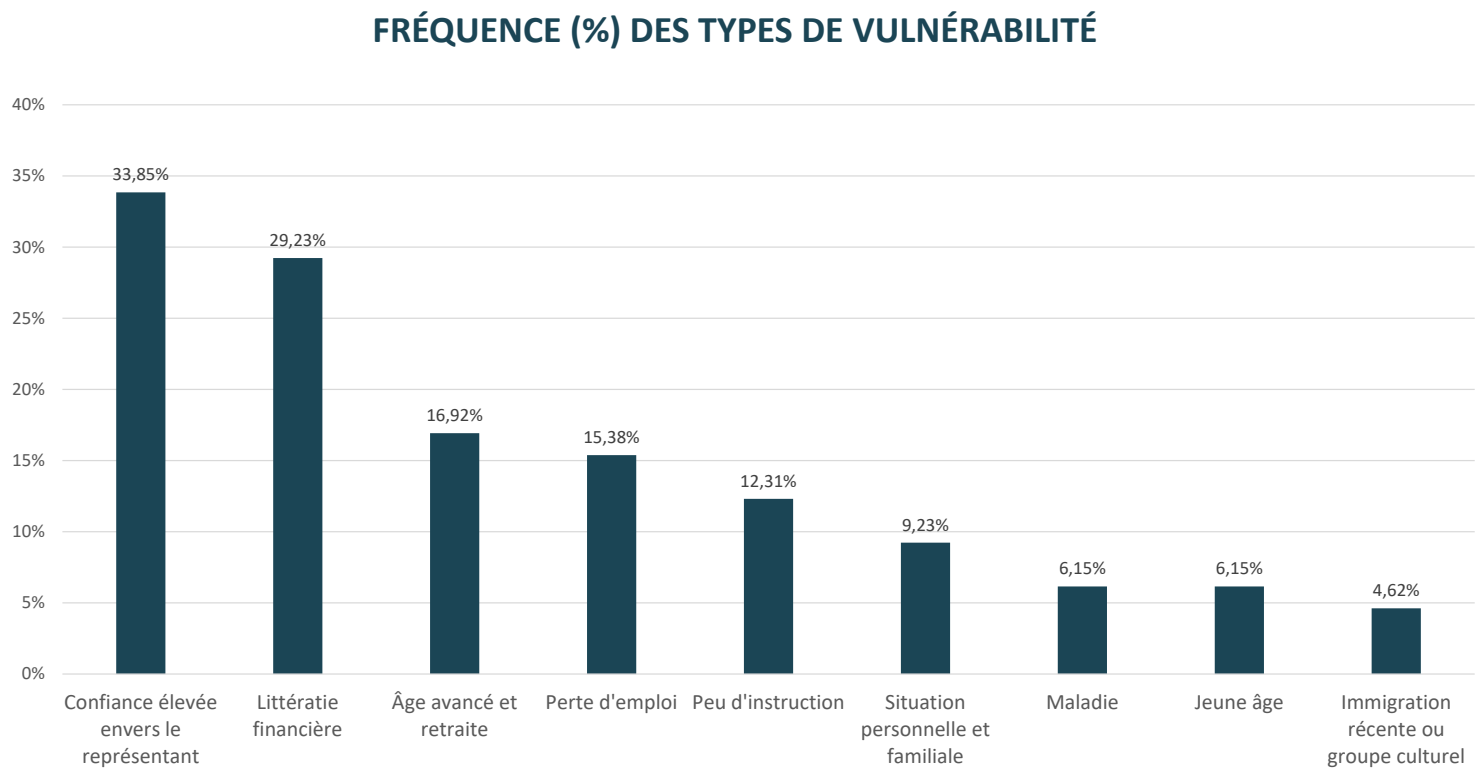
Notons que les sanctions infligées peuvent être consécutives.

2.4.2. Activités disciplinaires : analyse quantitative

2.4.2.1. Les types de vulnérabilité

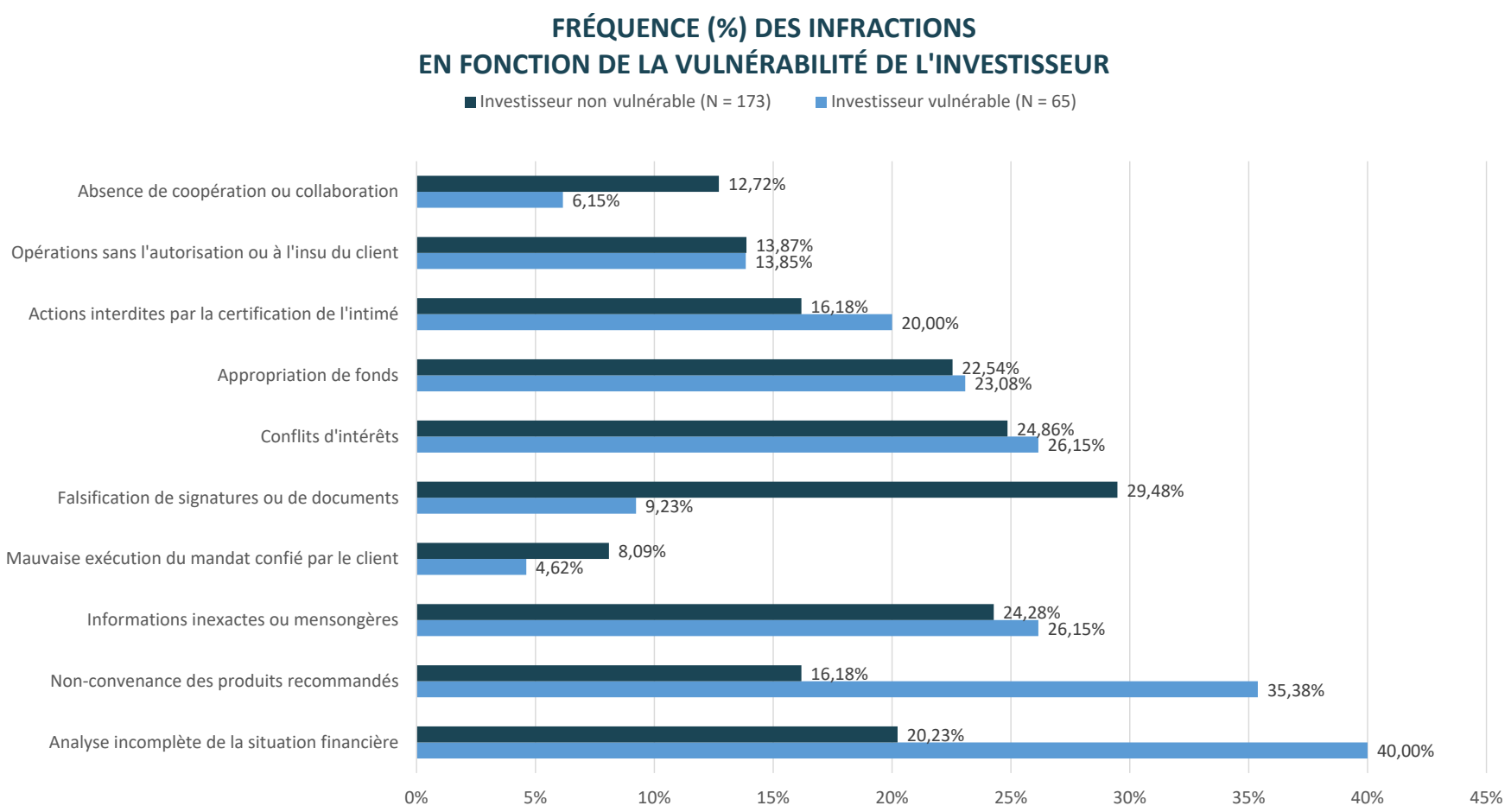
Nous avons recensé 238 décisions rendues par le Comité de discipline de la CSF pour la période visée. Parmi ces décisions, 27,31 % concernaient un investisseur vulnérable, donc 65 décisions. Également, plusieurs types de vulnérabilité peuvent se retrouver dans un même dossier. Selon notre analyse des données, la **confiance élevée de l'investisseur envers le représentant** constitue le type de vulnérabilité le plus fréquent, étant présente dans près de 34 % des dossiers. À cet égard, nous notons qu'il s'agit d'un type de vulnérabilité qui se distingue de ceux que nous avons identifiés dans notre revue de littérature. En particulier, ce type de vulnérabilité peut être présent en l'absence des principaux critères généralement employés pour cerner cette notion. Du reste, le second type de vulnérabilité le plus fréquent consiste en la **faible littératie financière** de l'investisseur, présent dans près de 29 % des dossiers. En somme, nous constatons que les quatre principaux critères de vulnérabilité que nous avons identifiés occupent une place moins importante dans le corpus de décision de la CSF.

90 Art. 376 LDPSF et art. 151 du *Code des professions*.



2.4.2.2. Les infractions et la vulnérabilité

Nous avons examiné quelle est la fréquence des infractions en fonction de la vulnérabilité. À cet égard, les résultats permettent de constater que deux infractions visent en particulier l'investisseur vulnérable, à savoir l'analyse incomplète de la situation financière et la non-convenance des produits recommandés. En effet, ces deux infractions sont environ deux fois plus fréquentes pour l'investisseur vulnérable que pour l'investisseur non vulnérable. Il s'agit d'une situation particulièrement inquiétante étant donné le rôle central que jouent l'obligation de connaître le client et l'obligation de convenance dans la relation entre l'investisseur et le représentant. En effet, un manquement à l'une ou l'autre de ces obligations est de nature à mettre en péril l'avoir de l'investisseur en menant à la construction d'un portefeuille n'étant pas adapté à ses besoins, par exemple.



Pour la plupart des infractions, la différence n’est pas significative. Nous pouvons raisonnablement conclure que le contraste n’est pas majeur pour sept des 10 infractions, puisqu’il ne va pas au-delà de 10 points de pourcentage de différence.

L’infraction de falsification de signatures ou de documents demeure intéressante puisqu’elle est plus fréquente lorsque l’investisseur n’est pas qualifié de vulnérable. Il s’agit d’une différence notable, soit d’un peu plus de 20 points de pourcentage avec les dossiers où l’investisseur a été qualifié de vulnérable. Nous n’avons pas l’explication à cette différence, mais l’une des réponses possibles pourrait être le fait que l’intimé doit être plus discret dans ses manœuvres afin de tromper ou de profiter de l’investisseur n’étant pas qualifié de vulnérable.

Suivant ces différences significatives entre nos deux groupes, nous avons effectué des régressions afin d’analyser le lien

entre la vulnérabilité de l'investisseur ainsi que les infractions recensées. Notre échantillon de 238 données dont 65 avec un investisseur vulnérable nous permet d'effectuer ces tests.

D'ailleurs, nous avions procédé de la sorte pour les dossiers d'ententes de règlement de l'OCRCVM. Nous reproduisons exactement les mêmes tests, mais sous un autre échantillon, soit celui des décisions de la CSF. Nous avons donc un seuil de confiance minimal de 90 % pour rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle il n'existe pas de lien entre les variables dépendantes et indépendantes.

En somme, nous avons effectué 10 régressions où d'un côté, nous avons l'investisseur vulnérable comme variable indépendante et de l'autre côté, les infractions comme variables dépendantes. Seulement trois résultats sont marquants.

D'abord, nous pouvons observer un lien très significatif entre l'infraction de convenance et le fait d'être un investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de confiance de 99 %. Seule la présence d'un investisseur vulnérable augmente de 17,11 % la probabilité d'avoir cette infraction. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit l'infraction de convenance.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité}\ (\text{Non} - \text{Convenance des produits recommandés})$$
$$= \phi\ (\alpha 0 + \alpha 1\ \text{Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1711	99%

[ANNEXE 8: NON-CONVENANCE DES PRODUITS RECOMMANDÉS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Puis, nous pouvons observer un lien très significatif entre l'analyse incomplète de la situation financière et le fait d'être un investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 à l'aide d'un seuil de confiance de 99 %. Le fait d'être un investisseur vulnérable augmente de 18,01 % la probabilité d'avoir l'infraction d'analyse incomplète de la situation financière. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit d'analyse incomplète de la situation financière.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Analyse incomplète de la situation financière)} = \alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,1801	99%

[ANNEXE 9 : ANALYSE INCOMPLÈTE DE LA SITUATION FINANCIÈRE (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

Ensuite, nous pouvons observer un lien amplement significatif entre la falsification de signatures ou de documents et le fait d'être un investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 avec un seuil de confiance de 99 %. À cet égard, le fait d'être un investisseur vulnérable diminue de 23,30 % la probabilité d'avoir l'infraction de falsification de signatures ou de documents. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit la falsification de signatures ou de documents.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Falsification de signatures ou de documents)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

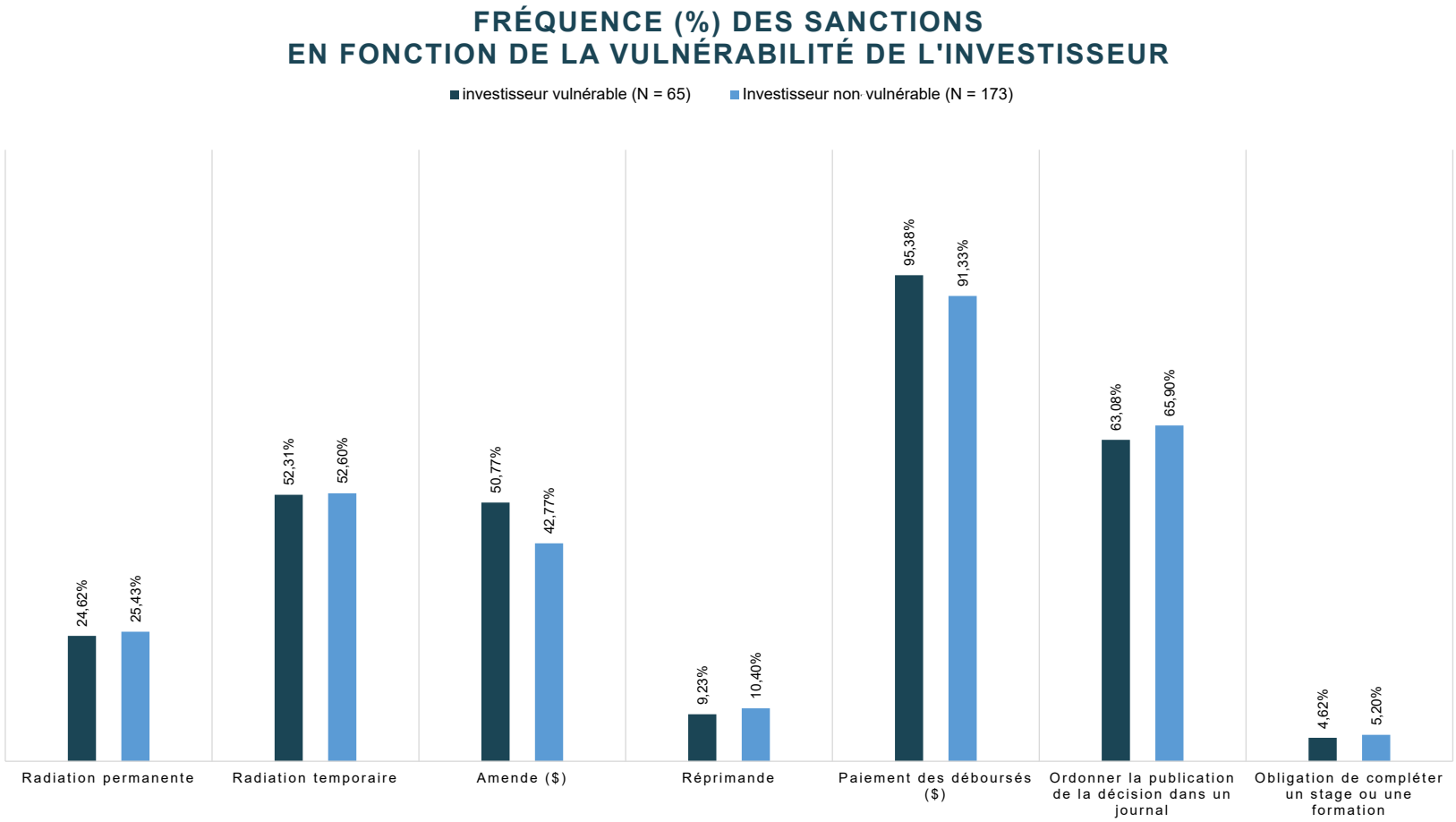
Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	-0,2330	99%

[ANNEXE 10 : FALSIFICATION DE SIGNATURES OU DE DOCUMENTS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

2.4.2.3. Les sanctions et la vulnérabilité

Nous avons ensuite examiné la fréquence des sanctions en fonction de la vulnérabilité de l'investisseur. Ici, force est de constater que la vulnérabilité de l'investisseur n'influe pas de manière notable sur la fréquence des sanctions. Autrement dit, les différentes sanctions sont infligées avec une fréquence similaire pour les dossiers impliquant un investisseur vulnérable et un investisseur non vulnérable. À titre d'exemple, la radiation permanente a été présente dans 25,43 % des dossiers où l'investisseur était vulnérable et dans 24,62 % de ceux où l'investisseur ne l'était pas. La différence dans la fréquence pour ces deux groupes est inférieure à un point de pourcentage. En somme, cela suggère que c'est davantage la gravité de l'infraction

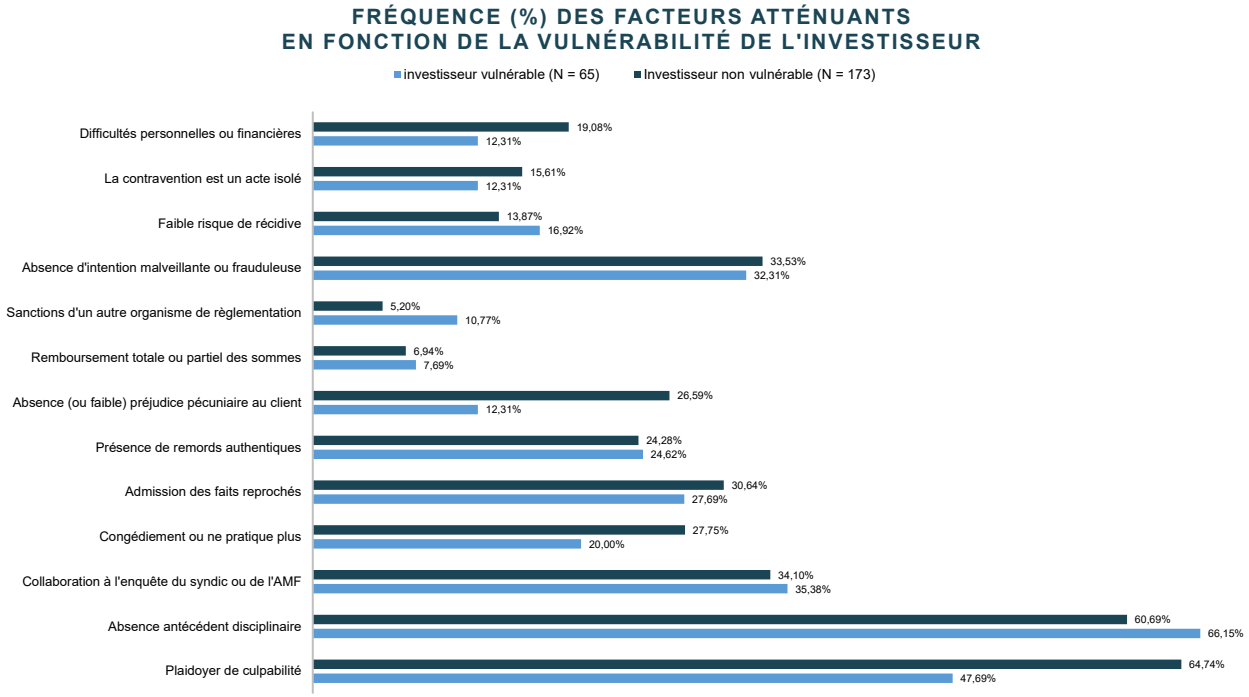
qui dicte la nature de la sanction, plutôt que la vulnérabilité de l'investisseur.



Afin de savoir s'il existe un lien entre l'investisseur vulnérable et les sanctions, nous avons procédé à des régressions où la variable indépendante est celle de la vulnérabilité de l'investisseur alors que celles dépendantes sont les sanctions. Dans tous les cas, nous n'avons pas été en mesure de rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle il n'y a pas de lien statistique entre nos variables. Donc, il n'y a pas de lien significatif entre les sanctions et la vulnérabilité de l'investisseur. Ces résultats concordent également avec notre graphique sur la fréquence des sanctions par rapport aux groupes. Nous n'observons pas de différences significatives dans la fréquence.

2.4.2.4. Les facteurs atténuants et la vulnérabilité

Enfin, nous avons étudié la fréquence des facteurs atténuants et aggravants retenus par le comité de discipline en fonction de la vulnérabilité de l'investisseur. S'agissant des facteurs atténuants, ceux-ci sont retenus à des fréquences comparables pour l'investisseur vulnérable et l'investisseur non vulnérable. Deux seules exceptions sont observables. Il s'agit de l'absence de préjudice de nature pécuniaire pour le client qui est retenu deux fois plus fréquemment pour l'investisseur non vulnérable que pour l'investisseur vulnérable. Ce résultat suggère que le comité de discipline est moins réceptif à ce facteur atténuant lorsque la victime de l'infraction est un investisseur vulnérable. Également, le plaidoyer de culpabilité est présent dans 65 % des dossiers pour l'investisseur non vulnérable contre 47 % lorsque l'investisseur était vulnérable.



Tout comme pour les infractions, nous avons effectué des régressions pour les facteurs atténuants comme variables dépendantes avec l'investisseur vulnérable comme variable indépendante. Nous avons été en mesure de rejeter l'hypothèse H_0 selon laquelle il n'existe pas de lien statistique entre les variables testées qu'une seule fois. Il s'agit du facteur atténuant de plaidoyer de culpabilité. Ce résultat concorde avec la différence notable entre nos deux groupes concernant la fréquence de ce facteur atténuant, soit de près de 17 %.

Nous pouvons observer un lien significatif entre le plaidoyer de culpabilité et le statut d'investisseur vulnérable puisque nous rejetons l'hypothèse H_0 sous un seuil de confiance de 95 %. En l'espèce, le fait d'être un investisseur vulnérable diminue de 16,52 % la probabilité d'avoir le facteur atténuant de plaidoyer de culpabilité. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit le plaidoyer de culpabilité.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité} \text{ (Plaidoyer de culpabilité)} = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1 \text{ Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

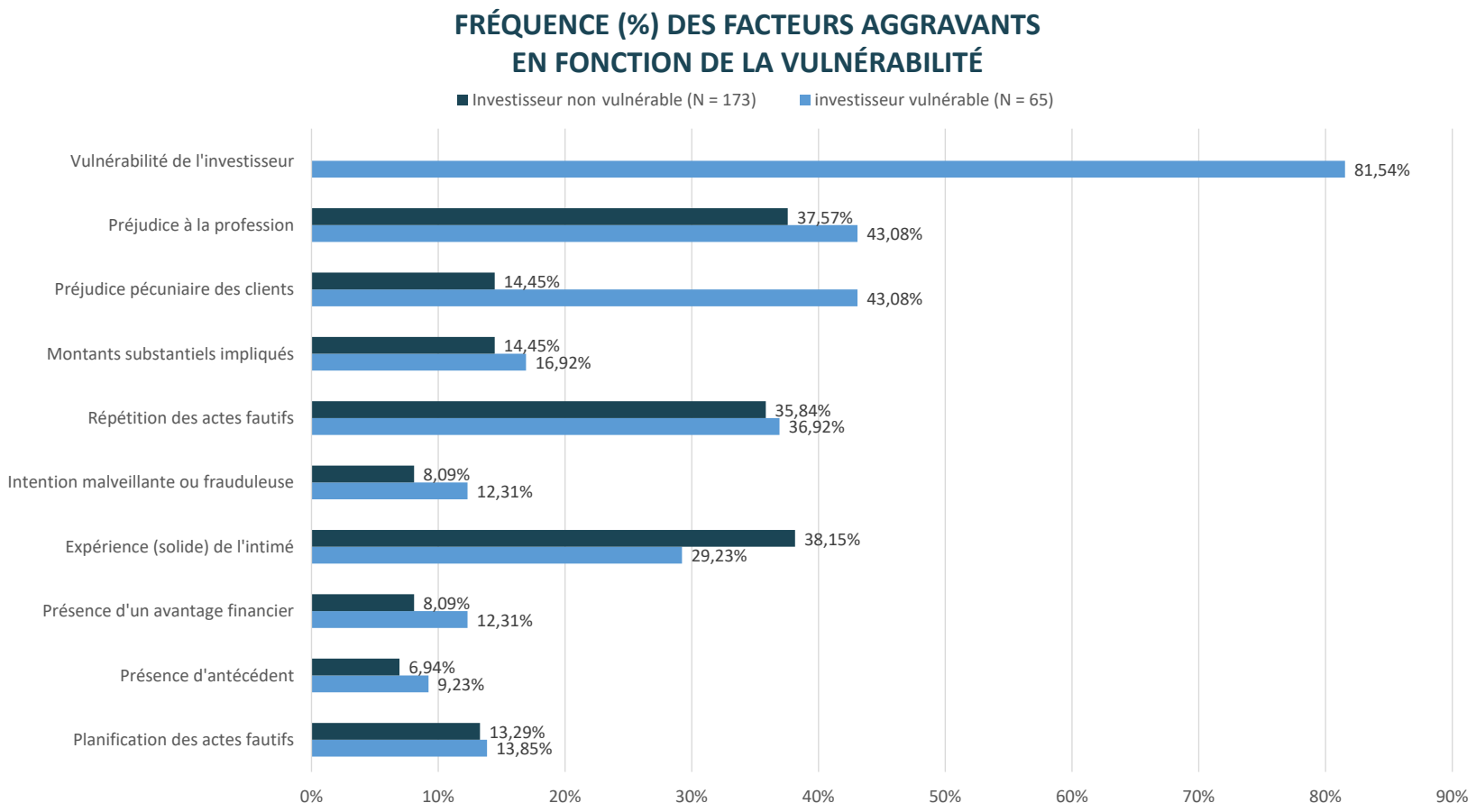
Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	-0,1652	95%

[ANNEXE 11: PLAIDOYER DE CULPABILITÉ (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

2.4.2.5. Les facteurs aggravants et la vulnérabilité

Afin de saisir l'importance d'un facteur comme la vulnérabilité de l'investisseur, nous analysons les facteurs aggravants retenus par les membres de la CSF. Il a été retenu plus de quatre fois sur cinq, soit 81,54 % lorsque le dossier implique un investisseur vulnérable. Il s'agit d'un pourcentage relativement élevé, et ce, malgré que 11 dossiers sur les 65 ayant un investisseur vulnérable ne l'ont pas retenu parmi les facteurs aggravants.

Dans l'ensemble, les résultats dépeignent un portrait similaire à ceux des facteurs atténuants. Ainsi, les facteurs aggravants sont retenus avec une fréquence comparable pour l'investisseur vulnérable et l'investisseur non vulnérable dans la plupart des cas. La seule exception consiste en le préjudice pécuniaire subi par le client qui est un facteur aggravant retenu dans 43,08 % des dossiers impliquant un investisseur vulnérable contre 14,45 % pour les dossiers mettant en cause un investisseur non vulnérable. Il s'agit du seul facteur aggravant parmi ceux recensés où la différence est supérieure à 10 points de pourcentage lorsque nous comparons les deux groupes.



Bien que nous n'ayons pas la réponse exacte à cette différence marquée pour le préjudice pécuniaire des clients, quelques données intéressantes nous donnent des pistes de réflexion. Nous avons sélectionné les données avec l'investisseur vulnérable (65 décisions) et nous avons retenu celles où le préjudice pécuniaire des clients a été noté parmi les facteurs aggravants pour arriver à un total de 28 décisions. Parmi ces décisions, les deux facteurs aggravants les plus présents étaient les suivants : la gravité objective des gestes reprochés (19 cas) et le préjudice à la profession (12 cas). Il s'avère compréhensible que la gravité des gestes reprochés soit mise de l'avant par les décideurs lorsque le dossier comporte un investisseur vulnérable ayant un préjudice pécuniaire puisque l'essence de la réglementation vise à protéger le public, dont les plus vulnérables. À cet égard, lorsqu'un intimé agit de manière à nuire financièrement à un investisseur vulnérable, c'est aussi la notoriété et la crédibilité des membres de cette profession qui en subit un préjudice. Ces deux facteurs sont, selon nous, une conséquence d'un dossier ayant un investisseur vulnérable et un préjudice pécuniaire. Notons que notre échantillon demeure faible avec 28 données,

mais c'est un portrait plausible du raisonnement des décideurs de la CSF.

Concernant les facteurs aggravants, seul le facteur de préjudice pécuniaire du client nous a permis de rejeter l'hypothèse H_0 (seuil de confiance de 99 %) selon laquelle il n'existe pas de lien statistique avec la variable indépendante, soit la vulnérabilité de l'investisseur. D'ailleurs, ce résultat reflète d'une façon la différence significative entre nos deux groupes pour la fréquence de ce facteur aggravant.

À cet égard, le fait d'être un investisseur vulnérable augmente de 24,15 % la probabilité d'avoir le facteur aggravant de préjudice pécuniaire des clients. Ce résultat a été obtenu en effectuant une régression probit de la variable indépendante d'investisseur vulnérable sur celle dépendante, soit le préjudice pécuniaire du client.

$$\text{Formule testée : } \textit{Probabilité}\ (\text{Préjudice pécuniaire du client}) = \phi\,(\alpha 0 + \alpha 1\ \text{Investisseur vulnérable} + \varepsilon)$$

Variable	Coefficient	Significativité – seuil de rejet de H_0
Investisseur vulnérable	0,2415	99%

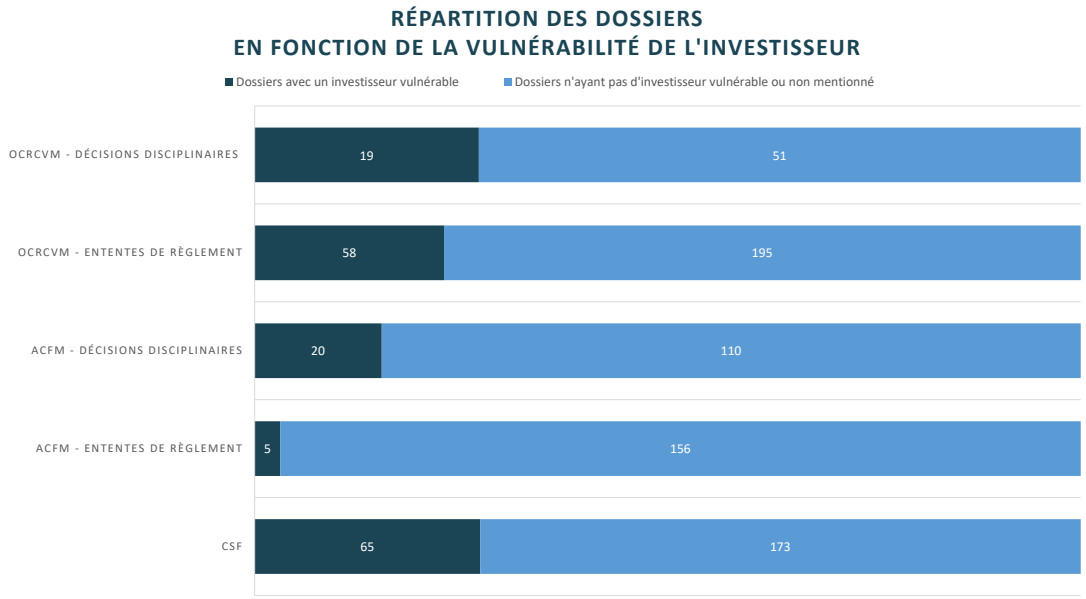
[ANNEXE 12 : PRÉJUDICE PÉCUNIAIRE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)]

3. DISCUSSION

Tout en reconnaissant la robustesse limitée de certaines de nos analyses statistiques[91], nos résultats nous permettent de formuler des constats quant aux points saillants des dossiers impliquant un investisseur vulnérable. En nous appuyant sur ces constats, nous formulons des recommandations destinées aux régulateurs ainsi qu'aux intermédiaires.

3.1. PRINCIPAUX CONSTATS

D'entrée de jeu, il convient de noter une disparité quant à la proportion des dossiers d'investisseurs vulnérables traités par les instances disciplinaires des OAR. D'une part, ces dossiers représentent moins de 10 % des 291 dossiers de l'ACFM. D'autre part, pour l'OCRCVM et la CSF, nous retrouvons environ 25 % des dossiers où l'investisseur présentait au moins un trait de vulnérabilité. Cette disparité, qui est intrigante, pourrait s'expliquer par le fait que ce n'est que depuis 2011 que la question de la vulnérabilité des investisseurs apparaît clairement comme une priorité pour l'ACFM dans ses rapports annuels[92].



91 Nous tenons à rappeler que le faible nombre de dossiers impliquant un investisseur vulnérable pour les décisions disciplinaires de l'ACFM (10 cas), les ententes de règlement de l'ACFM (15 cas) ainsi que pour les décisions disciplinaires de l'OCRCVM (19 cas) a eu l'effet de nous limiter dans notre analyse. Cependant, pour les ententes de règlement de l'OCRCVM (58 cas) ainsi que pour la CSF (65 cas), nous avons pu procéder à une analyse plus poussée et rigoureuse quant à l'effet de la vulnérabilité de l'investisseur sur les infractions, les sanctions ainsi que sur les facteurs atténuants et aggravants.

92 Supra, les notes et le texte correspondant.

Plus particulièrement, à la suite de l'analyse de l'incidence de la vulnérabilité d'un investisseur sur les infractions, les sanctions ainsi que les facteurs atténuants et aggravants, nous arrivons à six principaux constats. Ces derniers, qui sont présentés succinctement dans le tableau ci-dessous, sont discutés dans cette section.

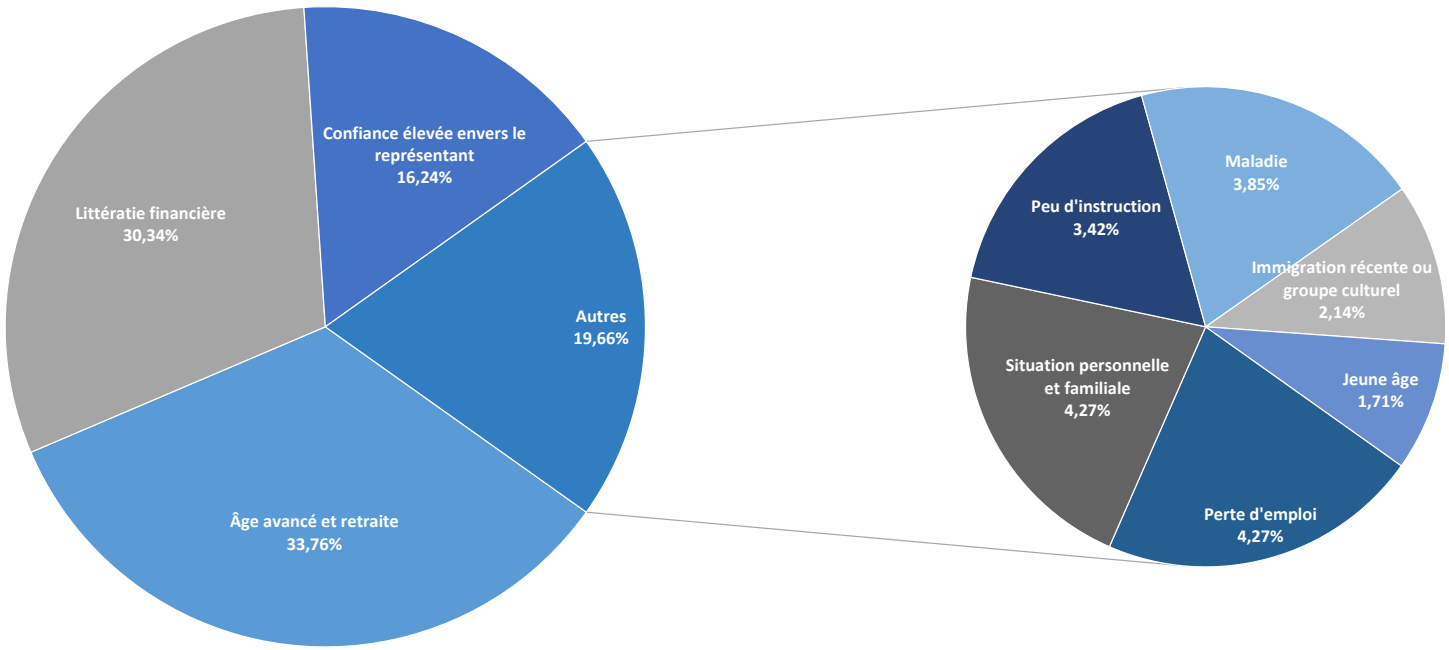
Principaux constats de l'étude empirique

1.	La fréquence des types de vulnérabilité varie.
2.	Les principaux types de vulnérabilité varient en fonction des OAR.
3.	Certaines infractions sont liées à la vulnérabilité de l'investisseur.
4.	Les sanctions ne sont pas liées à la vulnérabilité de l'investisseur (lorsque l'échantillonnage est élevé).
5.	Certains facteurs aggravants et atténuants sont liés à la vulnérabilité de l'investisseur.
6.	La vulnérabilité de l'investisseur n'est pas constamment soulignée dans les facteurs aggravants.

Constat 1 : la fréquence des types de vulnérabilité varie

Avant de procéder à l'analyse, rappelons qu'un investisseur vulnérable peut présenter plusieurs traits de vulnérabilité. Ainsi, lorsque nous combinons les 167 dossiers impliquant un investisseur vulnérable de tous les OAR, nous obtenons 234 mentions de vulnérabilité. Nous remarquons toutefois une répartition inégale dans la fréquence des types de vulnérabilité mentionnés. Certains types de vulnérabilité sont beaucoup plus fréquents que d'autres. De fait, lorsque nous combinons les trois types les plus fréquents, soit la **confiance élevée envers le représentant** (38), la **littéracie financière** (71 cas) ainsi que l'**âge avancé et la retraite** (79 cas), nous obtenons plus de 80% des cas de vulnérabilité. Soulignons toutefois que la confiance élevée envers le représentant est liée dans plus de 60% des dossiers à l'un ou l'autre de ces deux autres types de vulnérabilité.

LA PROPORTION (%) DES TYPES DE VULNÉRABILITÉ POUR L'ENSEMBLE DES ORGANISMES D'AUTO-RÉGLEMENTATION



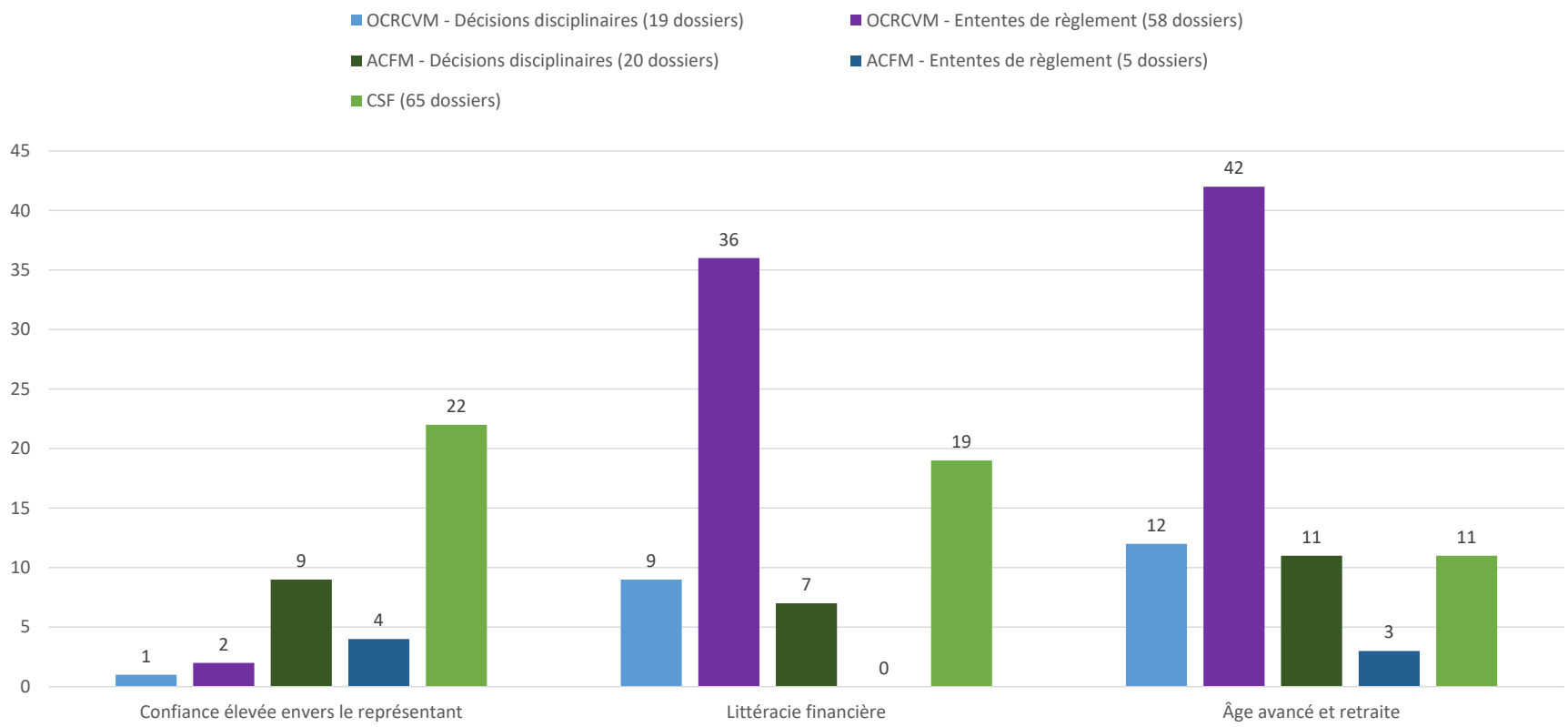
Constat 2 : les types de vulnérabilité varient en fonction des OAR

Les trois principaux types de vulnérabilité varient en fonction des OAR. Spécifiquement, la **confiance élevée envers le représentant** a été le type de vulnérabilité le plus présent pour la **CSF**, soit 22 fois sur ses 65 dossiers. Par contre, pour les 77 dossiers de l'OCRCVM obtenus en combinant les ententes de règlement et les décisions disciplinaires, nous n'observons ce type de vulnérabilité que trois fois, soit moins de 4 % des cas.

De même, nous constatons que la **littéracie financière** est plus fréquente pour les ententes de règlement de l'**OCRCVM** où elle a été présente dans 62 % des dossiers que pour la CSF où ce type de vulnérabilité est présent dans près de 29% des dossiers.

Enfin, pour l'**âge avancé et la retraite**, nous observons une présence marquée de ce type de vulnérabilité à l'**OCRCVM** tant pour les décisions disciplinaires avec 12 fois sur 19 que pour les ententes de règlement où il a été observé 42 fois sur 58, soit dans plus de 70 % des dossiers. Ce type de vulnérabilité est également fréquent pour les dossiers de l'**ACFM** puisqu'en combinant les décisions disciplinaires et les ententes de règlement, nous observons qu'il est présent dans plus de 50% des dossiers impliquant un investisseur vulnérable. Du côté de la CSF, il ne s'agit que du troisième type de vulnérabilité le plus fréquent, comptant pour près de 17 % des dossiers.

LES TYPES DE VULNÉRABILITÉ ET LES ORGANISMES D'AUTO-RÉGLEMENTATION



Par ailleurs, les types de vulnérabilité sont répartis plus proportionnellement pour les dossiers de la CSF comparativement aux dossiers des deux autres OAR. Par exemple, le type de vulnérabilité le plus fréquent dans les dossiers de la CSF, soit la **confiance élevée envers le représentant**, est présent dans près de 34 % des dossiers. En comparaison, l'**âge avancé et la retraite**, qui est le type le plus fréquent pour l'OCRCVM, est présent dans plus de 70 % de l'ensemble des dossiers. De la même manière, nous observons également que les 2e, 3e, 4e et 5e types de vulnérabilité les plus fréquents dans les dossiers de la CSF, soit la **littéracie financière**, l'**âge avancé et retraite**, la **perte d'emploi** ainsi que le **peu d'instruction**, se retrouvent dans 10 à 30 % des dossiers impliquant un investisseur vulnérable. D'ailleurs, la **perte d'emploi** (10 fois) et le **peu d'instruction** (huit fois) ont uniquement été observés dans les dossiers de la CSF tout comme le **jeune âge** (quatre fois).

Finalement, la **situation personnelle ou familiale** a été observée six fois dans les dossiers de la CSF, trois fois auprès de l'ACFM et une seule fois pour les ententes de règlement de l'OCRCVM. Quant à la vulnérabilité reliée à la **maladie**, elle a été observée

seulement neuf fois dans tous les dossiers des OAR et ce, répartit comme suit : quatre dossiers de la CSF, quatre pour les décisions disciplinaires de l'ACFM et une entente de règlement de l'OCRCVM. Concernant l'**immigration récente ou groupe culturel**, nous ne l'avons jamais observé dans les dossiers de l'OCRCVM, mais nous l'avons observé trois fois dans les décisions de la CSF ainsi que deux fois auprès des décisions disciplinaires de l'ACFM.

[ANNEXE 13 : L'ENSEMBLE DES TYPES DE VULNÉRABILITÉ ET LES OAR]

Constat 3 : certaines infractions sont liées à la vulnérabilité de l'investisseur

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES INFRACTIONS SELON LES ORGANISMES D'AUTO RÉGLEMENTATION
Décisions disciplinaires de l'OCRCVM Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour ces infractions : • **Non-convenance des produits recommandés** • **Opération discrétionnaire non autorisée** • **Appropriation de fonds** • **Connaître son produit**
Ententes de règlement de l'OCRCVM Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité que ces infractions soient présentes augmente : • **Non-convenance des produits recommandés** • **Opération discrétionnaire non autorisée** • **Absence de connaissance du client**

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES INFRACTIONS SELON LES ORGANISMES D'AUTO RÉGLEMENTATION
Décisions disciplinaires de l'ACFM
Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour ces infractions : • **Appropriation de fonds** • **Absence de collaboration** • **Conflit d'intérêts**
Ententes de règlement de l'ACFM
Aucun constat dû au faible échantillon
CSF
Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité que ces infractions soient présentes augmente : • **Non-convenance des produits recommandés** • **Analyse incomplète de la situation financière**

Constat 4 : la gravité des sanctions n'est pas liée à la vulnérabilité de l'investisseur (lorsque l'échantillon est élevé)

Lorsque l'échantillon des dossiers est élevé, les sanctions ne sont pas liées à la vulnérabilité de l'investisseur. Ce constat nécessite l'introduction d'observations contradictoires. D'une part, lorsque le nombre de dossiers impliquant un investisseur vulnérable est peu élevé, comme pour les décisions disciplinaires de l'OCRCVM (19) et celles de l'ACFM (20) nous observons une fréquence possiblement plus élevée pour la radiation permanente pour les groupes avec un investisseur vulnérable. D'autre part, lorsque notre échantillon est élevé, nous n'observons pas de différence importante dans la fréquence des sanctions. Au surplus, nous n'avons pas été en mesure de rejeter l'hypothèse H0 lorsque nous avons effectué des régressions. Donc, d'un point de vue statistique, il n'y a pas de lien significatif entre la vulnérabilité de l'investisseur et les sanctions.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES SANCTIONS SELON LES ORGANISMES D'AUTO RÉGLEMENTATION

Décisions disciplinaires de l'OCRCVM

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour cette sanction : **radiation permanente**.

Ententes de règlement de l'OCRCVM

Il n'y a pas de lien significatif entre les sanctions et la vulnérabilité de l'investisseur.

Décisions disciplinaires de l'ACFM

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour cette sanction : **radiation permanente**

Ententes de règlement de l'ACFM

Aucun constat dû au faible échantillon

CSF

Il n'y a pas de lien statistiquement significatif entre la gravité des sanctions et la vulnérabilité de l'investisseur.

Constat 5 : certains facteurs aggravants et atténuants sont liés à la vulnérabilité de l'investisseur

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES FACTEURS ATTÉNUANTS ET AGGRAVANTS SELON LES ORGANISMES D'AUTO RÉGLEMENTATION

Décisions disciplinaires de l'OCRCVM

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus faible pour ces facteurs atténuants :

- **Absence de préjudice au client**
- **Collaboration à l'enquête**

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour TOUS les facteurs aggravants dont :

- **Préjudice pécuniaire du client**
- **Sommes substantielles impliquées**
- **Préjudice à la profession**
- **Répétition des actes fautifs**
- **Présence d'un avantage financier**
- **Caractère intentionnel**
- **Gravité objective des gestes reprochés**

Ententes de règlement de l'OCRCVM

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité que ces facteurs aggravants soient présents augmente :

- **Préjudice pécuniaire du client**
- **Prolongation temporelle des actes fautifs**
- **Gravité objective des gestes reprochés**
- **Répétition des actes fautifs**

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES FACTEURS ATTÉNUANTS ET AGGRAVANTS SELON LES ORGANISMES D'AUTO RÉGLEMENTATION

Décisions disciplinaires de l'ACFM

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus faible pour ces facteurs atténuants :

- **Admission des faits reprochés**
- **Collaboration à l'enquête**

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la fréquence semble plus élevée pour ce facteur aggravant : **gravité objective des gestes reprochés**

Ententes de règlement de l'ACFM

Aucun constat dû au faible échantillon

CSF

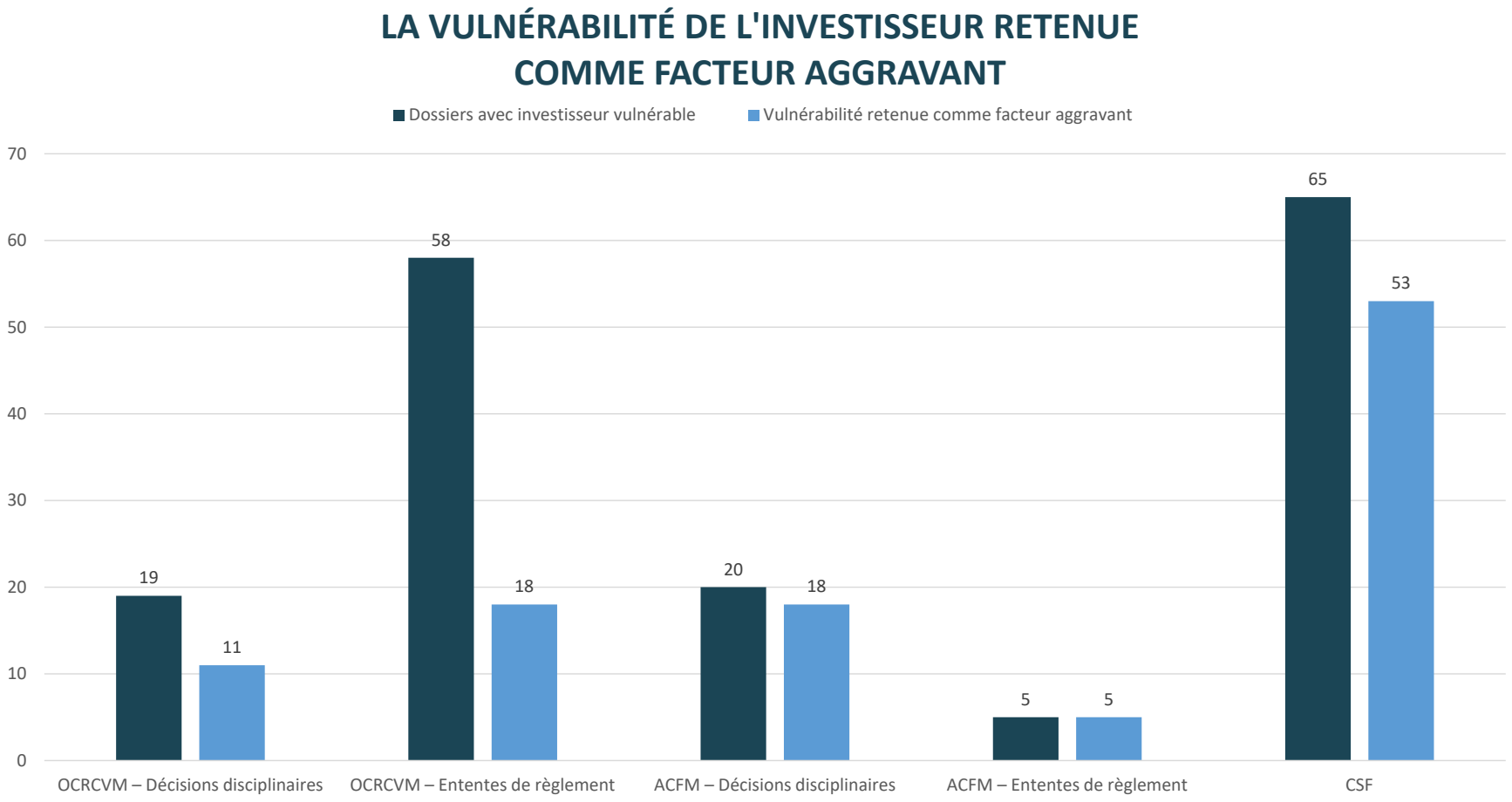
Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité que ce facteur aggravant soit présent augmente : **préjudice pécuniaire du client.**

Lorsque l'investisseur est vulnérable, la probabilité que ce facteur atténuant soit présent diminue : **enregistrement d'un plaidoyer de culpabilité**

Constat 6 : la vulnérabilité de l'investisseur n'est pas constamment soulignée dans les facteurs aggravants

Après analyse de la fréquence des multiples facteurs aggravants et des régressions, nous avons examiné le taux de rétention du caractère vulnérable de l'investisseur comme facteur aggravant. Pour l'OCRCVM, le taux de rétention de la vulnérabilité de l'investisseur comme facteur aggravant semble plus faible que pour les autres OAR, notamment pour les ententes de règlement avec 31 %, ainsi que pour les décisions disciplinaires, soit 11 fois sur 19. Pour l'ACFM, il semble que la rétention soit très élevée bien que le nombre de décisions soit plutôt faible. Pour les décisions disciplinaires, la vulnérabilité de l'investisseur

a été soulignée comme facteur aggravant 18 fois sur 20 et dans chacun des cinq dossiers d'ententes de règlement. Du côté de la CSF, le taux de rétention est supérieur à 80 %, puisqu'elle a été retenue 53 fois sur ses 65 dossiers impliquant un investisseur vulnérable.



3.2. RECOMMANDATIONS

3.2.1. Pour une définition uniforme de la vulnérabilité

Notre revue de la littérature nous a permis de constater qu'il existe un grand nombre de définitions de l'investisseur vulnérable. Les régulateurs ont également des approches variables relativement à cette notion. Ainsi, l'AMF propose une définition de l'investisseur vulnérable. De leur côté, les OAR reconnaissent les enjeux soulevés par la vulnérabilité de l'investisseur. Toutefois, la notion de vulnérabilité n'est pas définie dans les lignes directrices sur les sanctions de l'OCRCVM et de l'ACFM. Puisqu'il n'y a pas de lignes directrices sur les sanctions à la CSF, la définition – et la prise en compte – de la vulnérabilité relève de la discrétion du comité de discipline de cet OAR.

Face à ce constat, il est recommandé que les ACVM de concert avec les OAR travaillent afin d'élaborer une définition commune de l'investisseur vulnérable. En arrêtant une définition unique de la vulnérabilité, les régulateurs créeraient un cadre de référence qui met l'accent sur les éléments fondamentaux de cet enjeu. En plus de faciliter les échanges, l'adoption d'une définition commune aux régulateurs contribuerait à faire en sorte que les éléments constitutifs de la vulnérabilité soient reconnus quel que soit le forum où la vulnérabilité est présente. De même, la définition permettrait aux instances disciplinaires d'avoir des balises pour identifier ce facteur aggravant. Enfin, cette définition pourrait être utilisée par les intermédiaires dans le cadre de leurs propres initiatives destinées à prévenir les abus des investisseurs vulnérables[93].

S'agissant de la définition, nous recommandons qu'elle soit rédigée d'une manière conceptuelle afin d'assurer qu'elle soit suffisamment large, englobante et évolutive pour tenir compte des diverses formes de vulnérabilité[94]. À cet égard, les définitions retenues par l'OICV et l'AMF constituent d'excellents points de départ.

▶ Recommandation 1 :

Que les ACVM agissent de concert avec les OAR afin d'élaborer une définition commune de l'investisseur vulnérable.

---

93 OSC Staff Notice 33-749, Annual Summary Report for Dealers, Advisers and Investment Managers, 23 août 2018 , p. 36-37 < https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/20180823_annual-summary-report-for-dealers.pdf> (notant que la majorité des firmes ayant fait l'objet de l'enquête ne disposaient pas d'une définition d'investisseur vulnérable).

94 Voir aussi C. Mabit, Le régime de sanctions disciplinaires applicable aux courtiers en placement, Collection Centre d'études en droit économique (CÉDÉ), Volume 2, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2010, EYB2010RSD13, notant que « la notion de « vulnérabilité » retenue par les formations d'instruction apparaît trop réductrice ».

Recommandation 2 :

Que la définition de l'investisseur vulnérable soit suffisamment large, englobante et évolutive pour tenir compte des diverses formes de vulnérabilité.

3.2.2. Revoir la place de la vulnérabilité de l'investisseur dans les lignes directrices sur les sanctions

La vulnérabilité de l'investisseur est identifiée comme un facteur aggravant par les lignes directrices sur les sanctions de l'OCRCVM et de l'ACFM[95]. Nos résultats indiquent toutefois que la vulnérabilité de l'investisseur n'est pas un facteur qui détermine la nature des sanctions décrétées. De plus, ils suggèrent que la vulnérabilité de l'investisseur est moins retenue comme facteur aggravant dans les ententes de règlement que dans les décisions sur sanctions.

Au regard de notre analyse, nous estimons que la vulnérabilité de l'investisseur mérite une place particulière dans les lignes directrices sur les sanctions. En effet, nous constatons que les abus commis à l'endroit des investisseurs vulnérables sont graves et récurrents tout en impliquant des pertes financières importantes. Ainsi, la vulnérabilité de l'investisseur ne devrait pas être simplement d'un facteur aggravant pouvant être retenu par les instances disciplinaires. La vulnérabilité de l'investisseur devrait plutôt être systématiquement prise en compte par les instances disciplinaires. Aussi, la vulnérabilité de l'investisseur devrait faire partie des principes que ces instances doivent prendre en compte en vue de l'infliction de sanctions dans tous les cas.

Recommandation 3 :

Que les lignes directrices sur les sanctions fassent de la vulnérabilité de l'investisseur un principe dont il faut tenir compte en vue de l'infliction de sanctions dans tous les cas.

95 Rappelons que la CSF n'a pas de lignes directrices sur les sanctions.

3.2.3. Sensibilisation du personnel de mise en application et des membres des instances disciplinaires

Divers facteurs peuvent causer la vulnérabilité d'un investisseur. Comme nous l'avons vu, il peut s'agir de facteurs démographique, financier, psychologique, conjoncturel, etc. Or, tant pour le personnel de mise en application que pour les membres des instances disciplinaires, il n'est pas toujours aisé d'identifier ces facteurs, voire de conclure en la vulnérabilité de l'investisseur. Puisque nous estimons qu'il est important d'accorder une plus grande importance à la vulnérabilité de l'investisseur dans le processus disciplinaire, incluant les sanctions, il importe de sensibiliser l'ensemble des acteurs à ce phénomène.

▶ Recommandation 4 :

Que les organismes d'autoréglementation offrent une formation de sensibilisation sur la vulnérabilité des investisseurs au personnel de mise en application et aux membres des instances disciplinaires.

3.2.4. Une plus grande vigilance de la part des intermédiaires

Nos résultats ont permis d'identifier des infractions qui visent particulièrement l'investisseur vulnérable, et ce, tant dans les décisions que dans les ententes de règlement, le cas échéant. Pour l'OCRCVM, les manquements les plus fréquents concernent l'obligation de convenance, l'obligation de connaître le client et la réalisation d'opérations discrétionnaires non autorisées. Pour l'ACFM, les deux infractions les plus fréquentes en présence d'un investisseur vulnérable sont le conflit d'intérêts et l'appropriation de fonds. Enfin, du côté de la CSF, il s'agit de l'analyse incomplète de la situation financière et de la non-convenance des produits recommandés.

Or, bien qu'elles soient conscientes des enjeux et des risques soulevés par la présence d'investisseurs vulnérables, la vaste majorité des firmes ne disposent pas de politiques écrites ou de procédures relatives au traitement des investisseurs vulnérables selon une enquête récente de la CVMO[96]. Dans ce contexte, les intermédiaires devraient accorder une attention particulière aux risques d'abus des investisseurs vulnérables en vue d'améliorer la prévention[97]. À la lumière du Constat 1, les intermédiaires seraient bien avisés de rehausser la surveillance des investisseurs qui présentent l'une des caractéristiques

96 OSC Staff Notice 33-749, Annual Summary Report for Dealers, Advisers and Investment Managers, 23 août 2018 , p. 36-37 <https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/20180823_annual-summary-report-for-dealers.pdf>.

97 Avis 31-354 du Personnel des ACVM – Pratiques recommandées d'interaction avec les clients âgés ou vulnérables, 21 juin 2019, p. 7 <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2019/2019juin21-31-354-avis-acvm-fr.pdf>.

suivantes : 1) âge avancé et retraite; 2) faible litératie financière.

Plus particulièrement, nous recommandons que les intermédiaires instaurent des mécanismes de surveillance renforcée pour les comptes des investisseurs instiutionnels. De plus, nous sommes d'avis que l'obligation de connaître le client et l'obligation de convenance soient adaptées pour tenir compte des situations de vulnérabilité, comme l'a suggéré l'*Avis 31-354 du Personnel des ACVM – Pratiques recommandées d'interaction avec les clients âgés ou vulnérables*.

▶ Recommandation 5 :

Que le personnel de conformité des courtiers accorde une attention particulière aux risques d'abus des investisseurs vulnérables en instaurant des mécanismes de surveillance renforcée pour les comptes de manière à mitiger le risque d'occurrence des infractions les plus susceptibles de viser les investisseurs vulnérables.

▶ Recommandation 6 :

Que l'obligation de connaître le client et l'obligation de convenance soient adaptées pour permettre la collecte de renseignements tenant compte des situations de vulnérabilité des investisseurs.

ANNEXE DES RÉGRESSIONS – OCRCVM – ENTENTES DE RÈGLEMENT

ANNEXE 1 : NON-CONVENANCE DES PRODUITS RECOMMANDÉS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit dr_comptes_convenance Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -108.74977
Iteration 1:   log likelihood = -90.206828
Iteration 2:   log likelihood = -90.009286
Iteration 3:   log likelihood = -90.009198
Iteration 4:   log likelihood = -90.009198

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =      37.48
                                                Prob > chi2       =     0.0000
Log likelihood = -90.009198                     Pseudo R2         =     0.1723

------------------------------------------------------------------------------
dr_comptes_convenance |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
----------------------+-------------------------------------------------------
            Inv_vuln  |   1.288812   .2135765     6.03   0.000     .8702096    1.707414
               _cons  |  -1.462553   .1350307   -10.83   0.000    -1.727208   -1.197898
------------------------------------------------------------------------------

. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(dr_comptes_convenance), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .2521002   .0357086     7.06   0.000     .1821127    .3220877
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 2 : ABSENCE DE CONNAISSANCE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit dr_abs_cons_client Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -101.69043
Iteration 1:   log likelihood = -98.696213
Iteration 2:   log likelihood = -98.678869
Iteration 3:   log likelihood = -98.678869

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =       6.02
                                                Prob > chi2       =     0.0141
Log likelihood = -98.678869                     Pseudo R2         =     0.0296
```

dr_abs_cons_client	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.5370218	.2164125	2.48	0.013	.112861	.9611825
_cons	-1.238894	.1198706	-10.34	0.000	-1.473836	-1.003952

```
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(dr_abs_cons_client), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln
```

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.1150441	.045746	2.51	0.012	.0253836	.2047045

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 3 : OPÉRATION DISCRÉTIONNAIRE NON AUTORISÉE (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Op_discr_na Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -105.28344
Iteration 1:   log likelihood = -101.88462
Iteration 2:   log likelihood = -101.86587
Iteration 3:   log likelihood = -101.86587

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =       6.84
                                                Prob > chi2       =     0.0089
Log likelihood = -101.86587                     Pseudo R2         =     0.0325

------------------------------------------------------------------------------
 Op_discr_na |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .5640604   .2135271     2.64   0.008      .145555    .9825659
       _cons |  -1.211664    .118324   -10.24   0.000    -1.443575   -.9797533
------------------------------------------------------------------------------
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Op_discr_na), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |    .125072   .0464821     2.69   0.007     .0339687    .2161752
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 4 : PROLONGATION TEMPORELLE DES ACTES FAUTIFS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Prol_temp Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -122.91285
Iteration 1:   log likelihood = -118.68924
Iteration 2:   log likelihood = -118.67581
Iteration 3:   log likelihood = -118.67581

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =       8.47
                                                Prob > chi2       =     0.0036
Log likelihood = -118.67581                     Pseudo R2         =     0.0345

------------------------------------------------------------------------------
   Prol_temp |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .5953596   .2030014     2.93   0.003     .1974841     .993235
       _cons |  -1.041948   .1099102    -9.48   0.000    -1.257368   -.8265277
------------------------------------------------------------------------------
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Prol_temp), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .1556612   .0511339     3.04   0.002     .0554406    .2558817
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 5 : PRÉJUDICE PÉCUNIAIRE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Prej_Pec Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -81.584842
Iteration 1:   log likelihood = -68.800201
Iteration 2:   log likelihood = -68.466986
Iteration 3:   log likelihood = -68.466683
Iteration 4:   log likelihood = -68.466683

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =      26.24
                                                Prob > chi2       =     0.0000
Log likelihood = -68.466683                     Pseudo R2         =     0.1608

------------------------------------------------------------------------------
    Prej_Pec |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   1.194565   .2371952     5.04   0.000     .7296711    1.659459
       _cons |  -1.738906   .1614777   -10.77   0.000    -2.055396   -1.422416
------------------------------------------------------------------------------

. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Prej_Pec), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .1751963   .0344039     5.09   0.000     .1077659    .2426267
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 6 : GRAVITÉ OBJECTIVE DES GESTES REPROCHÉS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Grav_obj Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood =  -112.0948
Iteration 1:   log likelihood = -109.73314
Iteration 2:   log likelihood = -109.72486
Iteration 3:   log likelihood = -109.72486

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =       4.74
                                                Prob > chi2       =     0.0295
Log likelihood = -109.72486                     Pseudo R2         =     0.0211

------------------------------------------------------------------------------
    Grav_obj |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |    .463168   .2106667     2.20   0.028      .050269    .8760671
       _cons |  -1.110772   .1130804    -9.82   0.000    -1.332405   -.8891381
------------------------------------------------------------------------------

. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Grav_obj), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .1111968   .0498007     2.23   0.026     .0135893    .2088043
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 7 : RÉPÉTITION DES ACTES FAUTIFS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Rep_actes_fau Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -96.050035
Iteration 1:   log likelihood = -94.062713
Iteration 2:   log likelihood = -94.052034
Iteration 3:   log likelihood = -94.052034

Probit regression                               Number of obs     =        253
                                                LR chi2(1)        =       4.00
                                                Prob > chi2       =     0.0456
Log likelihood = -94.052034                     Pseudo R2         =     0.0208

------------------------------------------------------------------------------
Rep_actes_fau |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
     Inv_vuln |   .4498389   .2223407     2.02   0.043     .0140591    .8856188
        _cons |  -1.267076    .121534   -10.43   0.000    -1.505278   -1.028873
------------------------------------------------------------------------------
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        253
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Rep_actes_fau), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |   .0914415   .0449627     2.03   0.042     .0033163    .1795667
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE DES RÉGRESSIONS - CSF

ANNEXE 8 : NON-CONVENANCE DES PRODUITS RECOMMANDÉS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Conv Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood =    -123.66
Iteration 1:   log likelihood =  -118.8392
Iteration 2:   log likelihood = -118.82801
Iteration 3:   log likelihood = -118.82801

Probit regression                               Number of obs     =        238
                                                LR chi2(1)        =       9.66
                                                Prob > chi2       =     0.0019
Log likelihood = -118.82801                     Pseudo R2         =     0.0391
```

Conv	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.611927	.1961774	3.12	0.002	.2274263	.9964277
_cons	-.9868842	.1142279	-8.64	0.000	-1.210767	-.7630016

```
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        238
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Conv), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln
```

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.1711876	.0521812	3.28	0.001	.0689144	.2734609

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 9 : ANALYSE INCOMPLÈTE DE LA SITUATION FINANCIÈRE (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit An_Inc_S_F Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -135.45861
Iteration 1:   log likelihood = -130.87234
Iteration 2:   log likelihood = -130.86701
Iteration 3:   log likelihood = -130.86701

Probit regression                               Number of obs     =        238
                                                LR chi2(1)        =       9.18
                                                Prob > chi2       =     0.0024
Log likelihood = -130.86701                     Pseudo R2         =     0.0339
```

An_Inc_S_F	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.5800438	.1909873	3.04	0.002	.2057157	.954372
_cons	-.8333909	.1083458	-7.69	0.000	-1.045745	-.6210372

```
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        238
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(An_Inc_S_F), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln
```

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.180059	.0561452	3.21	0.001	.0700164	.2901016

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 10 : FALSIFICATION DE SIGNATURES OU DE DOCUMENTS (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Fal_Cont Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -131.01854
Iteration 1:   log likelihood = -124.96187
Iteration 2:   log likelihood = -124.91568
Iteration 3:   log likelihood = -124.91568

Probit regression                               Number of obs     =        238
                                                LR chi2(1)        =      12.21
                                                Prob > chi2       =     0.0005
Log likelihood = -124.91568                     Pseudo R2         =     0.0466

------------------------------------------------------------------------------
    Fal_Cont |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |  -.7872549   .2391236    -3.29   0.001    -1.255929   -.3185813
       _cons |  -.5394225    .100501    -5.37   0.000    -.7364009   -.3424441
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        238
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Fal_Cont), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |  -.2329598   .0674369    -3.45   0.001    -.3651336    -.100786
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 11 : PLAIDOYER DE CULPABILITÉ (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Enr_Plaid Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -160.09533
Iteration 1:   log likelihood = -157.26966
Iteration 2:   log likelihood = -157.26958
Iteration 3:   log likelihood = -157.26958

Probit regression                               Number of obs     =        238
                                                LR chi2(1)        =       5.65
                                                Prob > chi2       =     0.0174
Log likelihood = -157.26958                     Pseudo R2         =     0.0177

------------------------------------------------------------------------------
   Enr_Plaid |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |  -.4361849   .1837439    -2.37   0.018    -.7963164   -.0760534
       _cons |   .3783073   .0978075     3.87   0.000     .1866082    .5700064
------------------------------------------------------------------------------

. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        238
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Enr_Plaid), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln

------------------------------------------------------------------------------
             |            Delta-method
             |      dy/dx   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Inv_vuln |  -.1651981   .0669987    -2.47   0.014    -.2965131    -.033883
------------------------------------------------------------------------------
```

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 12 : PRÉJUDICE PÉCUNIAIRE DU CLIENT (Y) ET INVESTISSEUR VULNÉRABLE (X)

```
. probit Prej_Pec Inv_vuln

Iteration 0:   log likelihood = -126.20912
Iteration 1:   log likelihood = -115.92017
Iteration 2:   log likelihood = -115.88962
Iteration 3:   log likelihood = -115.88962

Probit regression                               Number of obs     =        238
                                                LR chi2(1)        =      20.64
                                                Prob > chi2       =     0.0000
Log likelihood = -115.88962                     Pseudo R2         =     0.0818
```

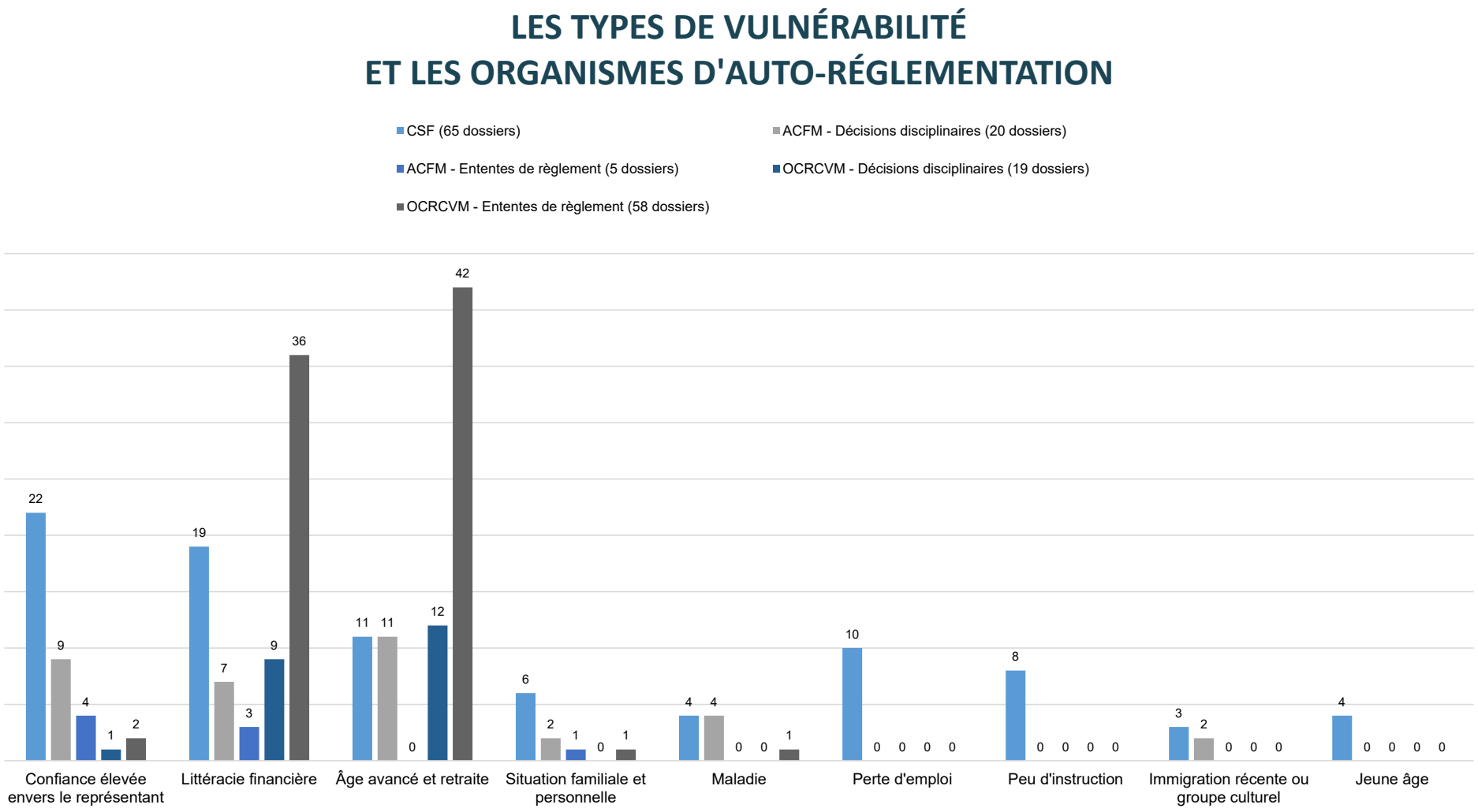
Prej_Pec	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.8858637	.1955859	4.53	0.000	.5025223	1.269205
_cons	-1.06028	.1175539	-9.02	0.000	-1.290681	-.8298783

```
. margins, dydx (Inv_vuln)

Average marginal effects                        Number of obs     =        238
Model VCE    : OIM

Expression   : Pr(Prej_Pec), predict()
dy/dx w.r.t. : Inv_vuln
```

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
Inv_vuln	.2414923	.0472628	5.11	0.000	.1488589	.3341257

Note : Investisseur vulnérable est une variable qui prend 1 lorsque l'investisseur est précaire, fragile ou manipulable et 0 dans le cas contraire.

ANNEXE 13 : L'ENSEMBLE DES TYPES DE VULNÉRABILITÉ ET LES OAR