

**Consultation AMF sur l'indemnisation de
consommateurs de produits et services financiers**

Commentaires et propositions des membres du Groupe de
recherche en finance appliquée (Grefa), de la Chaire Desjardins en
gestion du développement durable et de la Chaire CIBC en intégrité
financière de l'Université de Sherbrooke.

Le 9 mars 2012

Université de Sherbrooke
Faculté d'Administration
2500 boul. Université
Sherbrooke, Qué.
J1K 2R1
Grefa
Tél. 819-821-8000 (65156)
Chaire Desjardins
Tél. 819-821-8000 (62361)
Chaire CIBC
Tél. 819-821-8000 (62913)

Avant-propos

Les membres du Groupe de recherche en finance appliquée (Grefa), de la Chaire Desjardins en gestion du développement durable et de la Chaire CIBC en intégrité financière désirent remercier l'AMF pour avoir tenu cette consultation. La consultation sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers au Québec permet aux membres des deux Chaires et du Grefa d'exprimer leurs commentaires et de formuler des propositions visant l'amélioration du système québécois d'indemnisation des victimes de crimes financiers. Nous demeurons à la disponibilité des représentants de l'AMF si de plus amples explications s'avéraient nécessaires.

Guy Bellemare, Ph.D.

Claudia Champagne, Ph.D.

Frank Coggins, Ph.D.

Jean Desrochers, Ph.D.

Jacques Préfontaine, Ph.D.

Yves Trudel, Ph.D.

Les auteurs sont professeurs au Département de Finance de l'Université de Sherbrooke.

1. Introduction

Des scandales financiers, comme le cas Norbourg au Québec ou le cas Madoff aux États-Unis, justifient notre préoccupation en regard de la prévention de la fraude et l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers. Non seulement ces causes impliquent des sommes qui semblaient impensables auparavant mais, surtout, elles remettent en question des systèmes en entier. En tant que professeurs-chercheurs en finance, nous sommes évidemment très concernés par la force, la stabilité et la vigueur du secteur financier québécois, et c'est pourquoi nous sommes heureux de partager notre vision académique de la question. Ce court mémoire se veut donc une réponse à quelques questions, à caractère plus financier, posées lors de cette consultation publique.

Tout d'abord, bien que nous ayons des réponses relativement précises aux questions ainsi que des suggestions relativement spécifiques, notre principale recommandation repose sur la **nécessité d'augmenter la littérature financière** sur l'indemnisation des consommateurs de produits et services financiers et la fraude financière. Il est primordial, avant de songer à modifier un système, de faire une évaluation exhaustive des coûts et bénéfices qui découlent d'un tel exercice et d'avoir une meilleure idée des conséquences des modifications envisagées. En d'autres mots, il est important d'en savoir davantage sur notre système actuel (ses forces et ses faiblesses) ainsi que sur le système envisagé.

Il est important que les pressions politiques et populistes pour agir rapidement n'amènent pas des changements qui soient trop spécifiquement orientés vers des cas précis et très médiatisés, tel que le cas Norbourg, sans d'abord faire une évaluation complète du système déjà en place. En effet, la solution évidente ou rapide à un problème spécifique peut non seulement engendrer d'autres problèmes non-anticipés mais peut ne pas être du tout adéquate pour régler les autres faiblesses du système qui sont possiblement plus dommageables ou communes (mais peut-être moins médiatisées). Il ne suffit pas seulement de panser les plaies, encore faut-il identifier la cause des blessures (si cause il y a) et œuvrer pour qu'elle cesse.

Bien que nous souhaitions tous éliminer la fraude, il y a économiquement un niveau « optimal » de fraude dans un système, soit celui auquel le bénéfice marginal de réduction de la fraude est égal au coût marginal de prévention. Avant toute modification majeure au système et toute injection de fonds publics, il est donc nécessaire d'en savoir davantage sur les coûts (directs et indirects) et bénéfices d'un système de prévention, de réglementation ou d'indemnisation de la fraude.

Néanmoins, malgré un manque d'études spécifiques sur les fraudes financières et les programmes de prévention ou d'indemnisation, nous croyons que quelques principes clés sont immédiatement évidents et devraient guider l'AMF, le Ministre des Finances, le secteur financier et les investisseurs :

1. Les mécanismes qui sont ou seront mis en place (ex : fonds d'indemnisation) doivent absolument limiter les **problèmes de risque moral** ou de **déresponsabilisation** des investisseurs, des représentants, et des régulateurs qui peuvent survenir.
2. Tout système de protection des investisseurs, qu'il soit basé sur la prévention, la réglementation, l'indemnisation, etc. devrait être basé avant tout sur la **divulgation de l'information et la transparence** afin de réduire l'asymétrie d'information entre

les consommateurs et les régulateurs d'une part et les représentants, les firmes et l'industrie d'autre part.

En nous basant sur les principes que nous venons d'énoncer, nous aimerions maintenant partager nos points de vue quant aux améliorations qui pourraient être éventuellement apportées au système actuel, et ce, tant sur le plan de la prévention et de la réglementation que sur celui de l'indemnisation.

2. La prévention et la réglementation

2.1 Le rôle de l'autorité des marchés

Au cours des vingt ou trente dernières années, le paysage financier a connu d'importants changements. Un de ces changements concerne la façon d'épargner des individus. Ainsi, depuis les années 80, nous avons assisté à une véritable mutualisation de l'épargne des investisseurs individuels. Pour s'en convaincre, il suffit de mentionner que, selon un rapport de l'Institut canadien des fonds de placements, le nombre de comptes détenus par des détenteurs de parts est passé d'environ 500 000 en 1980 à plus de 45 millions en 2010¹. Un peu de la même façon, avant 1989, personne n'avait entendu parler de fonds négociés en bourse². Pourtant, aujourd'hui, sur la seule bourse de Toronto, on en retrouve plus de 240³. Le même phénomène s'observe aux États-Unis. Ceci est d'ailleurs ce qui amène Zingales (2009) à questionner le système réglementaire actuellement en place dans ce pays. Nous croyons que la même question se pose ici au Québec et le cas Norbourg nous en donne un bon exemple.

Comme le mentionne elle-même l'AMF dans un des documents qu'elle a produit dans le cadre de la présente consultation⁴, une des problématiques particulières au cas Norbourg est venu du fait que la fraude a été commise non pas par les représentants qui distribuaient les fonds gérés par Norbourg, mais par les gestionnaires de portefeuilles. Or, comme les gestionnaires n'étaient pas tenus d'être inscrits auprès de l'AMF, contrairement aux représentants, certaines réclamations d'investisseurs ont dûes être écartées. Cet exemple montre bien la problématique engendrée par la mutualisation de l'épargne. Plus spécifiquement, cette dernière entraîne une dissociation de plus en plus grande entre les agents responsables de la vente des produits financiers d'une part, et les agents responsables de la gestion de l'épargne. L'exemple Norbourg démontre également la nécessité, sinon l'urgence, de redéfinir la notion de personnes inscrites pour l'étendre, par exemple, à toute personne, physique ou morale, ayant des responsabilités fiduciaires. En ce sens, il y a un besoin pour les autorités réglementaires québécoises de revoir certains règlements pour les adapter à la nouvelle réalité qui est celle de la mutualisation de l'épargne.

2.2 La place de l'auto réglementation

Bien qu'il soit souhaitable que les autorités réglementaires apportent des correctifs à la législation existante, nous croyons que ceux-ci ne seront pas suffisants pour réduire les risques de fraude de façon appréciable. C'est en tout cas ce qui ressort de l'étude de Dyck, Morse et Zingales (2010). Ces auteurs se sont effectivement intéressés à identifier qu'elles étaient les personnes, physiques ou morales, qui ont été les premières à sonner l'alarme dans 216 cas de fraude alléguée ayant pris place aux États-Unis. Leurs résultats montrent que la SEC (Securities and Exchange Commission) a été le principal agent de révélation de la fraude dans seulement 7% des cas. Par ailleurs, les acteurs les plus importants dans la dénonciation des actes frauduleux étaient les employés (17%), les organismes de réglementation non-gouvernementale (13%) et les médias (13%). Ces résultats nous portent à croire qu'il serait important que l'Autorité des Marchés Financiers et le gouvernement québécois envisagent de mettre en place des mécanismes qui favoriseraient l'auto réglementation de l'industrie des services financiers en matière de prévention de la fraude.

¹ Voir les statistiques de l'industrie des fonds de placement à l'adresse suivante : www.ific.ca.

² Les premiers fonds négociés en bourse ont été créés par la Bourse de Toronto en 1989, lorsque celle-ci a lancé les TIPs – Toronto Index Participation Fund.

³ Au besoin, consulter l'adresse suivante : www.tmxmoney.com.

⁴ Autorité des Marchés Financiers, Guide de référence – les mécanismes de protection, novembre 2011.

Bien entendu l'auto réglementation ne prendra place et ne sera efficace que dans la mesure où l'industrie y trouvera des incitatifs. Mais voilà, ces incitatifs existent. D'une part, il a été démontré que plus grand est le degré de confiance des investisseurs envers les marchés financiers, plus les chances sont grandes qu'ils y investissent leurs épargnes. De plus, lorsqu'ils investissent dans les marchés financiers, plus leur degré de confiance est grand, plus les sommes investies sont importantes⁵ ⁶. Il est facile d'imaginer qu'un cas comme celui de Norbourg a eu un impact négatif important sur la confiance des investisseurs – en particulier les petits épargnants – envers les marchés financiers. Par conséquent, et bien que nous n'ayons pas de chiffres précis pour appuyer nos dires, il n'est pas difficile d'imaginer que ce cas de fraude fort médiatisé a eu des effets négatifs sur les revenus de d'autres intervenants des milieux financiers. D'ailleurs, certaines études ont démontré qu'un cas de fraude dans une industrie donnée a pour effet de réduire la valeur des actions d'entreprises du même secteur. C'est le cas notamment de l'étude de Brown et Burdekin (2000) qui associent la baisse de 25% de l'indice de la Bourse de Vancouver – une baisse qui est survenue en moins de six semaines au printemps 1997 – au scandale financier découlant de l'affaire Bre-X.

D'autre part, Fich et Shivdasani (2007) révèlent qu'il y a également un coût à supporter par les membres des conseils d'administration des firmes victimes de fraude. Les auteurs trouvent en effet que, suite à une poursuite en justice pour cas de fraude financière, il n'y a pas de rotation anormale des membres du conseil d'administration de la firme poursuivie. Par contre, les membres externes qui font partie du conseil d'administration de la firme poursuivie perdent des sièges sur les conseils qu'ils occupaient auprès d'autres firmes. La réputation des administrateurs serait donc entachée par les cas de fraude financière vécus au sein des entreprises auxquelles ils siègent. De plus, selon les auteurs, les coûts associés à leur perte de réputation seraient positivement corrélés à l'importance de la fraude et d'autant plus importants que la responsabilité de surveillance du membre du conseil était élevée. À ceci s'ajoutent bien entendu les coûts élevés qu'encourent les dirigeants des firmes coupables d'actes frauduleux ou de mauvaise conduite (Karpoff, Lee et Martin (2008)).

Nous venons d'établir que pour plusieurs intervenants de l'industrie des services financiers, il existe des coûts non négligeables reliés à l'existence de la fraude. Ces intervenants ont donc tout intérêt à diminuer le nombre de cas de fraude au sein de leur industrie. Par conséquent, comme ils sont de ceux qui bénéficieraient de la prévention de la fraude, ils devraient être partie prenante dans les efforts que le système doit déployer pour combattre la fraude et maintenir un degré de confiance élevé chez les épargnants. Il reste toutefois à déterminer les mécanismes d'auto réglementation qu'il faudrait mettre en place. En tant que tel, ce sujet pourrait faire lui-même l'objet d'une étude. Il reste que certains principes reconnus devraient guider l'Autorité des marchés dans la recherche des mécanismes qu'elle pourrait demander à l'industrie de mettre en place.

2.3 Divulgence et transparence

Peu importe le système d'auto réglementation à mettre en place, il doit avant tout être fondé sur la divulgation de l'information et la transparence et ce afin de gérer la présence de l'asymétrie d'information qui existe entre les consommateurs et les régulateurs d'une part et les représentants, les firmes et

⁵ Voir Guiso, Sapienza et Zingales (2008).

⁶ Par ailleurs, il est intéressant de noter que l'importance de la confiance des investisseurs envers le système financier est plus grande chez les individus qui n'ont pas beaucoup de culture financière (Voir à cet effet Sapienza et Zingales (2011)). Or, il s'agit précisément de la catégorie d'investisseurs dont on cherche le plus à protéger l'épargne avec la présence d'un fonds d'indemnisation.

l'industrie d'autre part⁷. De plus, cette condition est nécessaire si l'on souhaite responsabiliser les différents acteurs du système financier. Sans information, il est inutile de demander aux investisseurs d'être diligents ou aux autorités réglementaires de tenter de prévenir les fraudes.

Nous croyons que les autorités réglementaires doivent non seulement exiger de l'information suffisante et de qualité auprès des intervenants mais également trouver le moyen d'offrir cette information dans un format facilement utilisable et analysable par les investisseurs. Une étude américaine par Dimmock et Gerken (2012) démontre qu'il existe plusieurs indicateurs statistiquement significatifs de prédiction de la fraude.⁸ Ces indicateurs sont principalement reliés à la présence de conflits d'intérêt, de mauvaise gouvernance et de violations passées de la loi.⁹ Aussi, Smaili (2006) et Smaili et Labelle, (2009) ont démontré que les entreprises prises en défaut concernant les irrégularités comptables ont un moins bon système de gouvernance. Les entreprises en défaut ont aussi moins de membres indépendants et d'experts en finance et en comptabilité. Finalement, ces chercheurs démontrent que le nombre de fraudes est corrélé négativement avec la qualité de la gouvernance.

L'étude de Dimmock et Gerken (2012) met également en lumière l'implication des investisseurs dans la prévention de la fraude. En effet, tous les indicateurs prédictifs de fraude mentionnés précédemment sont publics ; leur divulgation étant requise par la loi aux États-Unis. Le fait que les investisseurs choisissent des représentants « à risque » indique donc que les investisseurs n'utilisent pas pleinement l'information.

Dans le contexte québécois, un énorme travail de divulgation d'information reste à faire, non seulement auprès des représentants mais également auprès des régulateurs afin de rendre l'information accessible et facilement analysable pour les investisseurs. Les données historiques doivent également être disponibles à des fins de comparaison et d'analyse statistique (Zingales, 2009).

Certains intervenants prétendent qu'obliger la divulgation publique de certains indicateurs de gouvernance désavantagerait les plus petites firmes ou agents qui représentent une part importante de l'industrie au Québec. Nous croyons qu'éviter la divulgation pour tous sous prétexte que certaines entreprises n'auront pas l'information (parce que trop petites) serait équivalent à se mettre la tête dans le sable. Bien que le manque d'information ne soit pas gage de fraude, force est d'admettre que les fraudes sont habituellement associées à un manque de transparence. Il est donc tout à fait logique que les investisseurs puissent utiliser cette information (ou l'absence de celle-ci) pour juger du risque de fraude d'un représentant. D'ailleurs, il n'est pas du tout exclu que les plus petites firmes n'y trouveraient pas aussi leur compte dans l'augmentation de la transparence, dans la mesure où celle-ci contribuerait sûrement à augmenter le degré de confiance des investisseurs envers le système financier.

⁷ Par ailleurs, bien qu'il reste encore beaucoup de recherche scientifique à faire sur ce sujet, il est intéressant de noter que la transparence peut être un outil important dans la résolution des coûts d'agence liés à délégation de pouvoir en gestion de portefeuille. Le lecteur intéressé pourra consulter à cet effet l'étude d'Eleden, Evans et Kadlec (2012).

⁸ Il est également intéressant de noter que Dimmock et Gerken (2012) démontrent qu'éviter les 5% de firmes ayant les plus fortes probabilités de fraude ex-ante permet d'éviter 29% des fraudes et plus de 40% des pertes en dollars dues aux fraudes.

⁹ Ces indicateurs sont également étudiés par Brown et al. (2008, 2009) dans un contexte de risque opérationnel plus large, incluant les fraudes. Les auteurs concluent également qu'ils ont un pouvoir prédictif significatif.

3. Indemnisation

On peut bien saisir l'importance du processus d'indemnisation et des sommes qui pourraient y être dédiées en faisant état de l'augmentation de la proportion de l'épargne qui est investie dans les marchés financiers. Cette tendance, où l'épargnant est appelé à gérer ses épargnes et à les investir dans les marchés financiers, risque de s'accroître dans les années à venir avec le désistement graduel des entreprises à offrir des régimes à prestations déterminées à leurs employés. Avec l'augmentation anticipée du nombre de régimes à cotisations déterminées, l'investisseur sera alors responsable de ses placements.

À la lumière de cette tendance, les autorités réglementaires doivent nécessairement être vigilantes et offrir au public épargnant un cadre législatif et un régime d'indemnisation adéquat. À cet égard, de nombreux faits et un nombre croissant de théories illustrent la vulnérabilité des petits épargnants à l'égard de pratiques frauduleuses.

3.1 Vulnérabilité des investisseurs

Malgré les nombreuses évidences à cet effet, la théorie financière ne s'est ouverte que très tardivement à l'inclusion de contributions de la psychologie et de la sociologie à la compréhension des comportements des investisseurs. Cet amalgame de faiblesses humaines rend les investisseurs disposés à être des victimes de fraudeurs en tout genre.

Par exemple, les investisseurs ont largement tendance à surestimer les probabilités très faibles et à sous-estimer les probabilités très fortes (Kahneman, Slovic et Tversky (1982)). Ainsi, les rendements exceptionnels promis par les Bernard Madoff, Alan Stanford ou Vincent Lacroix de ce monde, bien que rationnellement peu probables, deviennent parfaitement plausibles dans la perspective d'investisseurs qui admettent l'existence (invraisemblable) de tels rendements. En somme, les investisseurs ne demandent pas mieux que de croire en l'improbable et leur comportement facilite grandement les fraudeurs de tout acabit.

Ainsi et dans le cas de la faillite du fonds de couverture Manhattan (Kurdas (2009)), le gestionnaire affichait un rendement de près de 30 % en 1997, un rendement exceptionnel pour tout gestionnaire de fonds, mais encore plus extraordinaire pour un gestionnaire spécialisé dans les ventes à découvert (en plein marché haussier). L'attrait d'un tel fonds peut s'appuyer sur la surpondération, par les investisseurs, de faibles probabilités, mais également sur d'autres caractéristiques humaines identifiées par la finance comportementale. Ainsi, l'effet de « *herding* »¹⁰ qui veut que les investisseurs fixent leur croyance à même l'observation du comportement des autres investisseurs a sans doute permis d'alimenter les entrées de fonds. Plus les investisseurs parlent en bien de votre fonds, plus d'autres investisseurs sont prêts à y contribuer. Pour un fonds offrant une stratégie d'investissement sophistiquée, il s'agit d'un raccourci fort utile : en tant qu'investisseur, vous êtes alors porté à établir vos croyances à l'égard d'un produit financier à même les croyances des autres investisseurs. Bernard Madoff utilisait également l'effet de « *herding* » et limitait l'accès à son fonds à de grandes fortunes ou par l'entremise de contacts personnels. En somme, il s'agissait d'un club privé où l'existence même du club (et sa difficulté d'y adhérer) permettait de signaler les « qualités » de gestionnaire de portefeuille de Madoff aux autres investisseurs.

¹⁰ Voir, notamment, Bikhchandani, Hirshleifer et Welch (1992 et 1998) et Nofsinger et Sias (1999).

Par ailleurs, même dans l'éventualité où des évidences tangibles pourraient mener les investisseurs à changer leur croyance, ces évidences ont assez peu de poids dans l'opinion révisée des investisseurs. Cette tendance rejoint les thèmes bien documentés de maintien des croyances¹¹ ou « *avoid regret* ». Ainsi, les investisseurs ont tendance à conserver les titres perdants et, une fois que leur opinion est bien fixée, sont appréhensifs à faire la recherche d'éléments qui contrediraient leur croyance. Qui plus est, même avec des preuves tangibles, les individus traitent cette nouvelle information avec scepticisme et parfois la réinterprètent d'une façon à appuyer leur propre conviction initiale¹².

En somme, et bien qu'ultimement les investisseurs doivent être responsables face à leurs investissements, il reste que dans la mesure où l'on s'intéresse au risque de fraude, les investisseurs font face à un problème de sélection adverse qu'ils n'ont pas toujours les moyens de gérer efficacement. N'oublions pas les leçons apprises lors de la dernière crise financière. En effet, dans ce cas précis, nous avons vu que même les agences de notation, lesquelles ont pourtant des ressources beaucoup plus grandes que celles des investisseurs individuels pour gérer le risque lié à la sélection adverse, ont failli en cotant AAA des produits financiers où le risque de défaut était pourtant élevé.

3.2 Pertinence de l'indemnisation

D'entrée de jeu, on peut s'interroger sur la nécessité d'avoir un système spécifique pour protéger les épargnants contre la fraude. Très peu de systèmes juridiques couvrent une telle éventualité. La fraude, au même titre que les fluctuations des marchés, est un risque. Le risque de fraude est toutefois difficilement diversifiable (surtout pour les petits épargnants). À la rigueur, un épargnant pourrait diversifier ses gestionnaires dans le but de minimiser le risque de fraude. Socialement, est-ce que le coût agrégé d'une telle diversification est inférieur au coût d'établir un régime d'indemnisation (qui prémunirait en tout ou en partie les épargnants contre le risque de fraude) ?

En fait, la justification d'une intervention publique peut difficilement être établie sur la base des risques systémiques liés à la fraude. Elle est toutefois plus défendable sur la base de l'équité entre épargnants. Ainsi, les épargnants dont la richesse est faible peuvent difficilement encourir les coûts de diversification nécessaires à minimiser le risque de fraude, ceci étant d'autant plus vrai que plusieurs gestionnaires requièrent un investissement minimal (par exemple, 100 000 \$) pour accepter de gérer l'argent de leurs clients. Il faut aussi considérer le fait que les investisseurs les plus fortunés sont aussi ceux qui disposent du plus de ressources pour exercer leur devoir de due diligence. Dans ce contexte, les épargnants mieux nantis peuvent sembler avoir relativement moins besoin d'un régime public d'indemnisation. Est-ce que cela implique que nous devrions adopter un système asymétrique où le niveau de compensation des investisseurs varierait selon leur niveau de richesse ? La question est plus facile à poser qu'à répondre. Par exemple, comment définir le niveau de richesse à partir duquel les investisseurs reçoivent une compensation ? Et comment cette compensation devrait-elle varier avec le niveau de richesse ? Cette question, même si elle nous semble fondamentalement importante, nous apparaît trop complexe pour être répondue adéquatement dans le cadre de cette consultation. Nous croyons que, comme telle, elle devrait faire l'objet d'études et de réflexions complémentaires.

¹¹ Voir Barberis et Thaler (2003), Odean (1998) et Thaler, Tversky, Kahneman et Schwartz (1997).

¹² Par exemple, dans le cas du fonds de couverture Manhattan (Kurdas (2009)), la maison de courtage Bear Stearns, chargée d'exécuter les transactions pour Manhattan, était à même de constater les opérations non profitables de ce fonds de couverture : « *In 1999, Bear Stearns executives repeatedly warned people who were known to be invested in the fund that a discrepancy appeared to exist. They also warned the administrator and the auditor. Yet many investors apparently did not hear the warning and continued to provide Berger with capital.* »

3.3 Régime d'indemnisation

Est-ce que l'indemnisation contre la fraude doit être de même nature que l'assurance-dépôt ? Est-ce que la couverture élevée offerte par l'assurance-dépôt (100,000 \$) est un modèle approprié pour un éventuel système d'indemnisation ? L'essence de l'assurance-dépôt est de maintenir la confiance des déposants et la stabilité des marchés financiers en prémunissant les institutions financières contre les paniques bancaires et le risque systémique que ces paniques induisent¹³. Or, de telles paniques peuvent difficilement être initiées par des fraudes dont le caractère est isolé et le risque de contagion n'atteint pas l'envergure de celui rencontré dans le système bancaire.

Dans cette optique, ce qui guide la couverture des épargnes et des dépôts peut difficilement guider un système d'indemnisation contre la fraude. Une combinaison de franchise et de coassurance inciterait les épargnants à exercer leur propre vigilance quant à la probité des intermédiaires financiers avec qui ils pourraient contracter. Étonnamment, un système avec pertes sur fraude financière est sans doute plus efficace qu'un système qui immuniserait parfaitement tous les épargnants. L'absence de perte éventuelle induirait l'absence de vigilance chez l'épargnant et augmenterait l'incitation à la fraude. En fait, un bon système d'indemnisation doit paradoxalement admettre des pertes pour les épargnants. Dans la même optique, les investisseurs devraient rationnellement chercher des institutions dont le coût de pertes de réputation est important. Ainsi, le choix par un épargnant d'un gestionnaire ayant une moins grande réputation est un risque qui doit être assumé par l'investisseur. En assurant pleinement l'investisseur contre de tels risques, on verrait alors l'émergence de nouveaux joueurs possiblement moins soucieux de se bâtir une réputation. En somme, la pleine couverture du risque de fraude induirait l'émergence d'intermédiaires moins habiletés à circonscrire le risque à l'intérieur de leur organisation (les épargnants n'étant alors pas soucieux d'un tel risque dans leur choix de gestionnaire). Paradoxalement, le risque de fraude, d'un point de vue agrégé, s'en trouverait augmenté.

3.3.1 Quelle forme devrait-on adopter ?

La suggestion de créer un fonds universel de protection contre la fraude semble avoir plusieurs défenseurs au Québec. Entre autres, nous avons lu avec intérêt le mémoire public écrit par la coalition pour la protection des investisseurs. Nous sommes aussi en faveur d'un fonds d'indemnisation financé conjointement par l'industrie et les investisseurs. Par contre, contrairement à la coalition, nous croyons qu'un tel fonds d'indemnisation amène bel et bien une certaine déresponsabilisation des investisseurs et des régulateurs et qu'il serait désastreux de ne pas anticiper les effets pervers d'une indemnisation universelle. Heureusement, du moins en ce qui concerne la déresponsabilisation des investisseurs, le remède est simple et est à la base de la théorie de l'assurance pour contrer les problèmes de risque moral, soit la coassurance ou le déductible (par exemple, indemniser seulement 80% des montants) et la spécification d'un montant maximal assuré.

La question de la responsabilisation des consommateurs et des représentants peut être directement reliée à la théorie financière de l'agence. La relation principal-agent existe dans le contexte d'investissement car les investisseurs signent un contrat avec un représentant. L'indemnisation en cas de fraude, comme n'importe quel mécanisme d'assurance, amène inévitablement son lot de comportements non-optimaux, autant pour les consommateurs qui se sentent protégés et deviennent moins vigilants que pour les

¹³ Un risque systémique signifie que les risques sont fortement corrélés entre eux et qu'ils ne sont donc pas indépendants. La réalisation du risque de faillite pour une entreprise provoque un effet d'entraînement qui peut mettre en faillite d'autres entreprises du même secteur, même si celles-ci sont saines.

représentants qui négligent les contrôles internes ou autres mécanismes en sachant qu'une protection existe. La littérature financière et économique regorge d'études théoriques et empiriques sur le sujet du risque moral engendré par l'assurance.

Bien que notre objectif ne soit pas de faire une revue de littérature exhaustive du sujet, nous croyons à propos de faire une analogie avec l'assurance-dépôts dont la principale externalité négative est la création de risque moral qui augmente la prise de risque financier. Même si l'assurance-dépôts et l'indemnisation des consommateurs en cas de fraudes soient deux mécanismes fondamentalement différents, plusieurs leçons importantes peuvent être tirées de l'expérience de nombreux pays industrialisés qui ont adopté un mécanisme d'assurance-dépôts au cours des dernières décennies.

Tout d'abord, il apparaît clair que les mécanismes d'assurance diffèrent d'un pays à l'autre et que leurs conséquences dépendent des particularités de chacun. Par exemple, Demirgüç-Kunt et Detragiache (2002) étudient l'assurance-dépôts dans 61 pays entre 1980 et 1997 et observent que l'assurance-dépôts explicite tend à augmenter la probabilité de crises bancaires, encore plus lorsque les marchés sont déréglementés et l'environnement institutionnel faible. Les auteurs observent également que l'impact négatif de l'assurance-dépôts augmente avec l'étendue de la couverture offertes aux déposants et si le mécanisme est géré par le gouvernement plutôt que par le secteur privé. Kane et Demirgüç-Kunt (2001) concluent que les particularités de chaque système d'assurance affectent la discipline de marché, la stabilité bancaire, le développement financier et l'efficacité de la résolution de crise. Les auteurs concluent qu'il n'y a pas de « meilleur » système d'assurance et que chaque pays doit avant tout évaluer son environnement informationnel et réglementaire et traiter ses faiblesses *avant* d'adopter un mécanisme explicite d'assurance.

Il serait prudent d'adopter une précaution similaire pour les mécanismes d'indemnisation envisagés au Québec. Il est important de considérer les particularités du système financier canadien et d'en identifier les forces et faiblesses. Cela nécessite inévitablement plus de recherche scientifique. Il est aussi important de prévoir, dès maintenant, des ajustements futurs au mécanisme du fonds afin de régler des externalités ou conséquences non-prévisibles.

3.3.2 Responsabilité de gestion et montant assurable

Nous croyons qu'il faut distinguer deux objectifs pour dédommager les investisseurs fraudés. Le premier est celui de maintenir la confiance de ces derniers envers l'industrie du placement en offrant une indemnisation suffisante et le deuxième consiste à s'assurer que les investisseurs fraudés ne se retrouvent pas dans une situation d'extrême pauvreté. Nous pensons que le premier objectif, plus général, c'est-à-dire qu'il s'applique systématiquement à tous les investisseurs fraudés, devrait incomber au fonds d'indemnisation privé alors que le deuxième objectif, plus spécifiquement lié à contrer l'extrême pauvreté, est du ressort du gouvernement qui doit venir en aide à ceux et à celles qui vivent dans la pauvreté.

De par sa nature privée, le régime proposé qui est géré par l'industrie du placement ne devrait pas permettre l'accès à l'information personnelle et privée détenue par Revenu Québec. Ainsi, le fonds d'indemnisation ne devrait pas avoir le mandat d'ajuster les montants d'indemnisation selon la valeur des revenus ou des actifs des investisseurs, en aidant par exemple les personnes davantage dans le besoin. Seule une proportion des montants perdus devrait être indemnisée par ce fonds.

Dans tous les cas de fraude, il faut que l'indemnisation provenant du régime privé d'indemnisation ou du fonds gouvernemental d'aide aux victimes de fraudes en extrême pauvreté soit versée rapidement sans attendre un verdict de culpabilité émis par les autorités juridiques. Les procédures judiciaires étant souvent très longues, les victimes de fraudes financières ne devraient pas attendre la fin des procédures juridiques avant de récupérer les montants fraudés. Dans ce contexte, nous recommandons que le fonds d'indemnisation, encadré par l'AMF, suive des règles préétablis pour définir les cas de fraudes financières. Ainsi, il n'est pas nécessaire qu'un ou des individus soient reconnus coupables de fraudes pour qu'il y ait indemnisation. S'il y a des faits qui confirment un cas de fraudes financières, le mécanisme d'indemnisation devrait alors être enclenché et permettre aux victimes de récupérer rapidement une portion des montants fraudés.

Par ailleurs, il est nécessaire que l'industrie du placement s'auto régule en s'imposant des mécanismes de contrôle et des procédures de due diligence efficaces et adéquates. Pour assurer la qualité des mécanismes et des procédures, nous pensons qu'à la fois les investisseurs, les professionnels et les entreprises de l'industrie du placement doivent avoir un réel intérêt pour que celles-ci soient les plus efficaces possibles. Ainsi :

- Les entreprises de l'industrie qui indemnisent, conjointement et solidairement, les cas de fraudes ou de risque opérationnel, seront davantage enclines à s'auto réguler de façon efficace si elles sont en partie responsables des pertes de l'industrie. Ce principe devrait mener à un processus d'amélioration continue de leur gestion du risque opérationnel, incluant le risque de fraude. De plus, nous pensons que les contributions au régime d'indemnisation par les entreprises de l'industrie du placement devraient varier selon d'une part leur capacité de payer (ex : proportion des profits ou des revenus) et d'autre part selon les montants d'indemnisation versés historiquement et qui leur étaient directement attribuables. Par conséquent, le principe d'équité entre les différents contributeurs au fond privé d'indemnisation devrait donc s'inspirer sur un principe d'utilisateur payeur.

L'établissement de normes pour l'industrie pourrait favoriser à la fois les principes de saine gouvernance et de transparence envers les investisseurs, tout en favorisant la collaboration entre les différentes entreprises de services financiers. En responsabilisant l'industrie et en établissant un processus continu d'amélioration de ses normes, les investisseurs vont alors profiter d'un meilleur encadrement pour la gestion de leurs actifs financiers.

- Afin de minimiser le risque d'être fraudés, les investisseurs devront cependant eux-mêmes s'assurer que les entreprises de services financiers avec lesquelles ils font des affaires répondent aux normes de qualité en matière de gestion de risque opérationnel et d'évitement de la fraude. Pour être éligible à une indemnisation pour fraude, il faut donc que l'entreprise de services financiers, au sens le plus large, respecte les normes de l'industrie.

Dans l'esprit d'atteindre une auto réglementation optimale, nous pensons qu'il n'est pas souhaitable de récupérer tous les montants perdus. Il faut plutôt indemniser les victimes de fraudes en proportion des montants perdus. La proportion recouvrée doit être substantielle, afin de maintenir la confiance des investisseurs envers l'industrie. En ce qui a trait au montant maximal de l'indemnité, le législateur doit établir s'il est légitime de couvrir totalement des investisseurs très fortunés et relativement plus aptes à se prémunir contre d'éventuels fraudes. Ce montant maximal, tout comme la proportion assurable, devrait faire l'objet de recherche spécifique et il nous semble par conséquent hasardeux de suggérer des valeurs précises.

4. Conclusion

Nous croyons que la responsabilisation des consommateurs, des représentants et des agences de réglementation doit être au cœur du système de protection contre la fraude. Nous croyons également que tout système, qu'il soit basé sur la prévention, la réglementation ou l'indemnisation, doit être basé avant tout sur la transparence et la divulgation de l'information afin de réduire l'asymétrie d'information.

Mais, avant tout, nous croyons qu'il est pour l'instant prématuré d'apporter de trop importantes modifications au système actuel car plusieurs questions demeurent sans réponse et nous devons en savoir plus sur notre système avant de le changer. Par exemple, quels sont les principaux types de fraudes financières au Québec et ailleurs au Canada, aux États-Unis et parmi d'autres pays membres de l'OCDE ? Quels sont les forces et faiblesses de notre système ? Quels sont les coûts et bénéfices associés à la prévention de la fraude ? Quels sont les indicateurs actuellement utilisés ? Sont-ils efficaces ? Quelle est l'information disponible aux investisseurs ? Les investisseurs utilisent-ils l'information ? Quels sont les indicateurs optimaux pour prévoir les fraudes ? Quelle est la place des organismes d'auto réglementation dans la prévention de la fraude ? Est-ce que leur mode de fonctionnement est efficace ? Quel doit être le rôle de l'AMF dans la supervision de ces organismes ?

En somme, il nous apparaît prioritaire, pour l'Autorité des Marchés Financiers, de mener plus de recherches avant d'implanter un nouveau régime d'indemnisation contre la fraude.

Annexe : réponses succinctes aux questions de l'AMF

Enjeu 1 - *La place de l'indemnisation dans l'ensemble des mesures visant à assurer la protection des consommateurs de produits et services financiers.*

Question 1 : Oui, selon notre appréciation du système québécois, il y aurait lieu de revoir l'équilibre entre les mesures mises en place pour éviter la fraude et celles qui visent à indemniser les victimes.

Question 2 : Il serait important de prioriser un renforcement des mesures de prévention de la fraude en comparaison avec d'autres mesures comme une bonification publique du régime d'indemnisation.

Enjeu 2 - *La responsabilité des consommateurs et des représentants.*

Question 3 : Les consommateurs ont une responsabilité partielle afin de se prémunir et d'éviter la fraude financière; quant aux représentants, leur firme et leur industrie, ils ont un niveau de responsabilité très élevé.

Question 4 : Les mécanismes d'indemnisation en place au Québec devraient accorder une grande importance à la responsabilisation des consommateurs, dont la responsabilité est de s'informer et de consulter au besoin des experts ou des organismes indépendants comme l'AMF. De plus, les organismes de réglementation et d'auto réglementation devraient accorder une plus grande importance au suivi prudentiel en matière de gouvernance et de code de conduite des représentants, des firmes et de leur industrie.

Question 5 : Un consommateur qui effectue un placement, sachant qu'il est en infraction des lois, devrait se voir retirer son droit d'être indemnisé en cas de fraude.

Enjeu 3 - *L'objectif fondamental poursuivi par l'indemnisation des victimes de fraudes financières au Québec.*

Question 6a : Ne devrait pas être de récupérer un niveau de ressources permettant d'éviter une situation d'extrême pauvreté.

Question 6b : Ne devrait pas être de récupérer les sommes perdues jusqu'au dernier dollar.

Question 7 : Ce montant maximal, tout comme la proportion assurable, devrait faire l'objet de recherche spécifique et il nous semble par conséquent hasardeux de suggérer des valeurs précises.

Enjeu 4 - *L'approche à l'égard de l'indemnisation des consommateurs*

Question 8 : Nous proposons que la spécificité québécoise en matière d'indemnisation soit harmonisée avec les meilleures pratiques observées à l'extérieur du Québec, comme celles en vigueur ailleurs au Canada.

Question 9 : À notre avis, l'adoption d'un système d'indemnisation basé sur l'insolvabilité des entreprises pourrait constituer une façon d'offrir une protection élargie aux consommateurs comme celle appliquée par le FCPE pour les investisseurs. Ceci permettrait de responsabiliser davantage toutes les parties prenantes, établissant ainsi un meilleur équilibre entre le degré de couverture et les coûts.

Enjeu 5 : *La responsabilité de gestion des mécanismes d'indemnisation des victimes de fraudes financières.*

Question 10 : La gouvernance actuelle du Fonds d'indemnisation devrait être revue en profondeur; car selon nous, l'administration du Fonds «...paraît incompatible avec le rôle actuel de surveillance de l'AMF comme régulateur et soulève de ce fait des enjeux majeurs de gouvernance».

Enjeu 6 - *Les produits, les services, les représentants, les firmes, leur industrie et les gestes couverts par le Fonds d'indemnisation.*

Question 14 : Les agissements couverts ne devraient pas comprendre les actes commis à l'extérieur des limites permises par le certificat ou l'inscription du représentant.

Question 15 : Il serait préférable d'élargir la couverture du Fonds à tous les intervenants inscrits à l'AMF, y compris aux courtiers en placements et aux gestionnaires de fonds.

Enjeu 7 - *Financement du Fonds d'indemnisation et mesures d'atténuation des coûts.*

Questions 19 à 27 inclusivement : Nous croyons que les besoins de financement du Fonds d'indemnisation ne devraient pas nécessiter une contribution directe de la part des consommateurs financiers. Actuellement le Fonds est alimenté de trois sources : les cotisations des entreprises regroupant les représentants couverts, les sommes recouvrées grâce aux recours intentés actuellement par l'AMF et les revenus d'intérêt. En dernier lieu, le taux de cotisation éventuel demandé à l'industrie devrait viser à couvrir les besoins courants du Fonds et devrait aussi prévoir l'accumulation progressive d'une réserve afin de mitiger les effets d'une fraude majeure.

Références

- Barberis, N., et Thaler R. (2003), A Survey of Behavioral Finance. *in*: Constantinides, G., Harris, M., et Stulz, R., Eds., *Handbook of the Economics of Finance: Volume 1B Financial Markets and Asset Pricing*. Elsevier North Holland, Chapter 18, pp. 1053-1128.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., et Welch, I. (1992), « A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, » *Journal of Political Economy*, 100, 5, pp. 992-1026.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., et Welch, I. (1998), « Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades, » *Journal of Economic Perspectives*, 12, 3, pp. 151-170.
- Brown, W. O. Jr. et R.C.K. Burdekin, 2000, Fraud and financial markets: The 1997 collapse of junior mining stocks, *Journal of Economics and Business*, pp.277-288
- Brown, S. J., W. N. Goetzmann, B. Liang et C. Schwarz, 2008, Mandatory disclosure and operational risk : Evidence from hedge fund registration, *Journal of Finance*, 63, pp. 2785-2815.
- Brown, S. J., W. N. Goetzmann, B. Liang et C. Schwarz, 2009, Estimating operational risk for hedge funds: the ω -score, *Financial Analysts Journal*, 65, pp.43-53.
- Demirguc-Kunt, A. et E. Detragiache, 2002, Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation, *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 1373-1406.
- Dimmock, S. G. et W. C. Gerken, 2012, Finding Bernie Madoff: Detecting fraud by investment management, *Journal of Financial Economics*, à paraître.
- Dyck, A., A. Morse et L. Zingales, 2010, Who blows the whistle on corporate fraud?, *Journal of Finance*, 65, pp. 2213-2253.
- Edelen, R. M., R. B. Evans et G. B. Kadelc, 2012, Disclosure and agency conflict: Evidence from mutual fund commission bundling, *Journal of Financial Economics*, 103, pp. 308-326.
- Fich, E. M. et A. Shivdasani, 2007, Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth, *Journal of financial Economics* 86, pp. 306-336.
- Guiso, L, P. Sapienza et L. Zingales, 2008, Trusting the stock market, *Journal of Finance*, 63, pp. 2557-2600.
- Kahneman, D., Slovic P., et Tversky A. (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge, University Press.
- Karpoff, J. M., D. S. Lee et G. S. Martin, 2008, The consequences to managers for financial misrepresentation, *Journal of financial Economics*, 88, pp. 193-215.
- Kane, E. J. et A. Demirguc-Kunt, 2001, Deposit insurance around the globe: where does it work? NBER Working Paper No. 8493.

- Kurdas, C., (2009), « Does regulation Prevent Fraud? – The Case of Manhattan Hedge Fund », *The Independent Review*, 13, 3, pp.325-343.
- Nofsinger, J. et Sias R., (1999), « Herding and Feedback, Trading by Institutional and Individual Investors ». *The Journal of Finance*, 54, 6, pp. 2263-2295
- Odean, T., (1998), « Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? », *The Journal of Finance*, 53, 5, pp. 1775-1798.
- Sapienza, P. et L. Zingales, 2011, Trust and finance, *NBER Reporter* 2, pp.16-19.
- Smaili, N., 2006, La gouvernance comme moyen de prévention et de détection des irrégularités comptables pouvant mener à la fraude, Thèse de doctorat, HEC Montréal.
- Smaili, N., Labelle, R., 2009, Preventing and detecting accounting irregularities: The role of corporate governance, *Journal of Forensic Accounting*, à paraître.
- Thaler, R., Tversky A. et Kahneman D., et Schwartz A.(1997), « The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk-Taking: An Experimental Test », *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 647-661.
- Zingales, L., 2009, The future of Securities Regulation, *Journal of Accounting Research*, 47, 391-425.