

MÉMOIRE SUR LE DOCUMENT DE CONSULTATION INTITULÉ
« LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT : LA PROTECTION DES
ÉPARGNANTS AU QUÉBEC »

Dans le cadre d'une consultation générale
de la Commission des finances publiques de l'Assemblée nationale du Québec

Présenté par

Jean-François Guimond, Ph.D.*
Université Laval

6 février 2007

* Jean-François Guimond, Ph.D., est professeur adjoint au Département de finance et assurance de la Faculté des sciences de l'administration de l'Université Laval, bureau 3636, pavillon Palasis-Prince, Québec, Québec, Canada, G1K 7P4, tél.: 418-656-2131 poste 12470, site web: <http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/guimondj/>, courriel: jean-francois.guimond@fsa.ulaval.ca. L'auteur souhaite remercier les participants aux séminaires du Centre d'études en droit économique de l'Université Laval (23 nov. 2007) et du Fonds Banque Royale en finance de l'Université Laval (7 déc. 2007) pour leurs commentaires pertinents.

**MÉMOIRE SUR LE DOCUMENT DE CONSULTATION INTITULÉ
« LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT : LA PROTECTION
DES ÉPARGNANTS AU QUÉBEC »**

Résumé

La préoccupation concernant la protection des épargnants trouve sa source dans les récents scandales financiers, notamment celui des Fonds Norbourg. Bien qu'il semble évident que le risque dont il faut se protéger soit la fraude, notre analyse révèle que ce n'est pas le seul risque qui requiert une protection. Notre analyse fait ressortir que l'investisseur qui délègue la gestion de ses placements court essentiellement le risque de subir une perte importante sans avoir la possibilité de réagir suffisamment rapidement. Cette perte importante peut provenir de la négligence du gestionnaire (ou de son incompétence), d'une modification du risque de la stratégie, d'une fraude ou tout simplement résulter d'une malchance.

La source du problème est la délégation de pouvoirs et de la surveillance de cette délégation, i.e. un problème de contrôle des conflits d'intérêt créés par la délégation. Plus précisément, la source du problème est la possibilité de « déviance » du gestionnaire entre deux dates de vérification par le fiduciaire.

L'analyse des besoins de protection permet de dégager un certain nombre d'observations qui doivent être considérées dans l'établissement de solutions. Tout d'abord, la prise de risque est volontaire et le niveau d'exposition aux différents risques (y compris la fraude), sont différents d'un investisseur à l'autre. De plus, le niveau de tolérance au risque diffère aussi, ce qui affecte non seulement le choix des placements, mais aussi le choix des moyens pour gérer les différents risques.

Ces observations impliquent que les solutions proposées doivent avoir les caractéristiques suivantes : 1) la protection doit être flexible et variable selon l'investisseur; 2) la possibilité de perte importante doit être maintenue; 3) l'investisseur doit avoir le choix de décider de sa protection compte tenu de son niveau individuel d'exposition aux différents risques.

Ces dernières considérations sont importantes pour établir l'objectif poursuivi par un système de protection des risques. Par exemple, veut-on éliminer la possibilité de tout perdre? Dans un seul placement ou dans un portefeuille global? Ou veut-on plutôt garantir une valeur minimale, soit au portefeuille global ou par fonds commun? De plus, il faut aussi se demander si l'on veut se protéger contre tous les risques qui peuvent faire perdre de la valeur au portefeuille, ou seulement contre des risques très précis comme la fraude ou le détournement de fonds.

Répondre à ces questions est primordial pour apporter les bonnes solutions. Comme il est clair que tous les investisseurs n'ont pas la même réponse à ces questions, il est illusoire de penser qu'une solution unique s'appliquant à tous devrait être envisagée. Ce qu'il faut, c'est surtout donner les outils aux investisseurs pour reconnaître les objectifs qu'ils souhaitent vraiment atteindre et leur expliquer comment y parvenir. Les solutions vont de la simple diversification à la création de fonds communs pourvus d'un système automatique de limitation des pertes, en passant par le renforcement de la réglementation visant surtout à réduire la probabilité qu'une fraude survienne, sans jamais pouvoir l'éliminer.

TABLE DES MATIÈRES

Brève présentation de l'auteur	
1)	Introduction..... 1
2)	Analyse de la nature du problème..... 5
2.1)	La source des risques 7
2.2)	La définition d'un « petit » épargnant..... 8
3)	Analyse individuelle des solutions possibles au conflit d'intérêt 10
3.1)	Agir ex ante..... 11
3.1.1)	Mécanismes de gouvernance et réglementation 11
3.1.1.1)	Le cumul des fonctions..... 11
3.1.1.2)	La mise en place d'un comité d'examen indépendant..... 14
3.1.1.3)	La structure de la réglementation..... 16
3.1.2)	L'effet dissuasif des sanctions..... 19
3.1.3)	L'alignement des intérêts des gestionnaires 20
3.2)	Agir ex post..... 21
3.2.1)	Le système judiciaire et les sanctions..... 21
3.2.2)	Mise en place d'un fonds de garantie 23
3.3)	Agir dans l'intérêt..... 34
3.3.1)	Système de conformité automatisé 34
3.3.2)	Système de limitation des pertes automatisé 35
4)	Analyse des besoins de protection des épargnants 36
5)	Analyse intégrée d'un système de protection 38
5.1)	Ordre d'intervention des différents mécanismes 39
5.2)	Solutions par niveau de protection..... 41
5.2.1)	Garantie d'une valeur positive..... 41
5.2.2)	Garantie d'une valeur minimale 43
5.3)	Solutions par type de risque 45
5.3.1)	Choix du gestionnaire..... 45
5.3.2)	Non-respect du contrat..... 46
5.3.3)	Expropriation de l'investisseur..... 47
5.3.4)	Surveillance inadéquate du fiduciaire..... 47
5.4)	Synthèse 48
6)	Conclusions et recommandations 50
Annexe 1..... 53	

Brève présentation de l'auteur

Jean-François Guimond, Ph.D., est professeur au Département de Finance et Assurance de l'Université Laval. Après avoir obtenu un baccalauréat en actuariat de l'Université Laval, il travaille pendant sept années à titre d'actuaire à la Direction des assurances I.A.R.D. de l'Inspecteur général des institutions financières (Gouvernement du Québec). Une de ses principales fonctions fut d'analyser la solvabilité et la rentabilité des assureurs I.A.R.D. opérant au Québec. Il a été le rédacteur principal du Rapport sur la tarification en assurance automobile de l'IGIF de 1990 à 1995. Il a aussi participé à la révision de la Loi sur les assurances du Québec ainsi qu'à celle de la Loi sur l'assurance automobile au cours de cette période. Il a ensuite obtenu un M.Sc. en finance de l'Université Laval, de même qu'un doctorat en finance de Georgia State University aux États-Unis. Il a bénéficié d'une bourse d'études doctorales du Fonds FCAR. Il enseigne à l'Université Laval depuis 2001.

Ses intérêts de recherche portent sur l'intermédiation financière, la surveillance et la gestion des institutions financières, la gestion des risques, l'assurance, les fonds communs de placement, la gestion de portefeuille (actions et titres à revenus fixes), l'analyse des finances publiques ainsi que sur la gestion et l'organisation d'un système de santé.

**MÉMOIRE SUR LE DOCUMENT DE CONSULTATION INTITULÉ
« LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT : LA PROTECTION
DES ÉPARGNANTS AU QUÉBEC »**

1) Introduction

Ce mémoire répond à une invitation de la Commission des finances publiques de l'Assemblée nationale du Québec de commenter le document de consultation intitulé « Les fonds communs de placement : la protection des épargnants au Québec ».

Comme le titre du document de consultation en témoigne, il existe une préoccupation concernant la protection des épargnants et elle trouve sa source dans les récents scandales financiers, notamment celui des Fonds Norbourg. Bien qu'il semble évident que le risque dont il faut se protéger soit la fraude, notre analyse révèle que ce n'est pas le seul risque qui requiert une protection.

En effet, ce qui préoccupe les investisseurs, lors de la délégation de la gestion d'un portefeuille, c'est de subir une perte importante sans possibilité de réagir suffisamment rapidement, que ce soit à cause de négligence, d'une modification du risque de la stratégie, d'une fraude ou simplement de malchance. On ajoute à ce débat la dimension de « petits épargnants » et aussi celle des « petits fonds mutuels », dans un univers de géants. Nous pensons que ces deux dimensions ne sont pas essentielles dans ce débat, et qu'il est important de resituer le débat pour éviter de mettre en place des solutions qui ne seront que partielles. Cette conclusion découle simplement du fait que ces deux dimensions ne constituent pas la source du problème. Elle ne témoigne donc pas de notre insensibilité face aux malheurs vécus par plusieurs investisseurs.

Notre analyse fait ressortir qu'il s'agit, d'abord et avant tout, d'un problème de délégation de pouvoir et de la surveillance de cette délégation, i.e. un problème de contrôle des conflits d'intérêt créés par la délégation. En fait, la véritable source du problème est la possibilité de « déviance » du gestionnaire entre deux dates de vérification par le fiduciaire, ainsi que le délai de réaction qui en découle.

L'analyse des besoins de protection permet de dégager un certain nombre d'observations qui doivent être considérées dans l'établissement de solutions. Tout d'abord, il est important de rappeler que les risques créés par la délégation de pouvoirs résultent d'une prise de risque volontaire, et que le niveau d'exposition aux différents risques (y compris la fraude) sont différents d'un investisseur à l'autre. De plus, le niveau de tolérance au risque diffère aussi, ce qui affecte non seulement le choix des placements, mais aussi le choix des moyens pour gérer les différents risques.

Ces observations impliquent que les solutions proposées doivent avoir les caractéristiques suivantes : 1) la protection doit être flexible et variable selon l'investisseur; 2) la possibilité de perte importante doit être maintenue; 3) l'investisseur doit avoir le choix de décider de sa protection compte tenu de son niveau individuel d'exposition aux différents risques.

Ainsi, il faut considérer que la détention d'une part d'un fonds commun de placement s'inscrit souvent dans un portefeuille plus global constitué d'autres types de placement. Dans le débat actuel, un des dangers est d'ailleurs de présumer que tous les investisseurs n'ont que des fonds communs de placement.

Ces dernières considérations sont importantes pour établir l'objectif poursuivi par un système de protection des risques. Par exemple, veut-on éliminer la possibilité de tout perdre? Dans un seul placement ou dans un portefeuille global? Ou veut-on plutôt garantir une valeur minimale, soit au portefeuille global ou par fonds commun? De plus, il faut aussi se demander si l'on veut se protéger contre tous les risques qui peuvent faire perdre de la valeur au portefeuille, ou seulement contre des risques très précis comme la fraude ou le détournement de fonds.

Répondre à ces questions est primordial pour apporter les bonnes solutions. Comme il est clair que tous les investisseurs n'ont pas la même réponse à ces questions, il est illusoire de penser qu'une solution unique s'appliquant à tous devrait être envisagée.

Ce qu'il faut, c'est surtout donner les outils aux investisseurs pour reconnaître les objectifs qu'ils souhaitent vraiment atteindre et leur expliquer comment y parvenir. Nous verrons donc que les solutions

vont de la simple diversification à la création de fonds communs pourvus d'un système automatique de limitation des pertes, en passant par le renforcement de la réglementation visant surtout à réduire la probabilité qu'une fraude survienne, sans jamais pouvoir l'éliminer.

Notre analyse nous amène à faire les recommandations suivantes :

- 1) Il faut renforcer les mécanismes de protection qui agissent ex ante pour qu'ils puissent jouer leur rôle. Pour ce faire, on doit éviter les redondances et s'assurer de l'efficacité de chaque mécanisme.
 - 1a) La séparation des rôles constitue une condition nécessaire, mais non suffisante pour éliminer le problème à la source.
 - 1b) Il faut revoir la pertinence de déléguer la surveillance à des organismes d'autoréglementation.
 - 1c) Il faut revoir la pertinence d'avoir deux entités qui jouent partiellement le rôle de fiduciaire (société de fiducie et comité indépendant) et s'assurer de l'homogénéité du rôle de fiduciaire d'un fonds commun à l'autre.
 - 1d) Il faut augmenter les sanctions minimales, tant monétaires que carcérales.
 - 1e) Il faut améliorer la qualité et la pertinence de l'information transmise aux investisseurs, notamment quant à la précision des objectifs et des stratégies de placement de chaque fonds. Il faut aussi contribuer à augmenter la capacité des investisseurs d'analyser correctement l'information disponible.
 - 1f) Il faut informer les investisseurs des meilleures stratégies de gestion des risques selon leur besoin de protection, i.e. les risques qui les préoccupent, notamment en faisant valoir davantage les mérites de la diversification des firmes de gestion à qui l'argent est confié. De façon concrète, on pourrait exiger que les investisseurs **confirment** être d'accord avec l'exposition retenue aux différents risques, de même qu'avec la stratégie de gestion de ces

risques. Le conseiller en placement pourrait aussi **certifier** que les stratégies retenues sont pertinentes et que le portefeuille de l'investisseur est suffisamment diversifié.

- 2) Il faut éviter de proposer un mécanisme d'indemnisation sans s'assurer que c'est le moyen le moins coûteux (et surtout viable à long terme) parmi l'ensemble des moyens disponibles. Il ne faut surtout pas décider du principe d'en créer un et d'ensuite se demander quelles en seront les modalités de fonctionnement. On ne peut dissocier la décision de créer un fonds de garantie du coût de sa mise en oeuvre. Cela est d'autant plus important que la fraude (ou un risque intentionnel) est potentiellement incompatible avec la viabilité d'un fonds de garantie.
- 3) Les solutions proposées doivent maintenir la possibilité de perte qui résulte d'une prise de risque volontaire. La fraude fait partie des risques que l'on assume et il existe d'ailleurs suffisamment de types de placement peu risqués à cet égard.
- 4) Les solutions proposées doivent préserver la possibilité de choisir le niveau de protection correspondant à notre niveau de tolérance au risque et aux types de placement de chaque investisseur.
- 5) Il faut étudier la possibilité de créer une catégorie de fonds commun de placement pourvus d'un mécanisme automatique de limitation des pertes.

La section 2 de ce mémoire présente notre analyse de la nature du problème ayant favorisé l'émergence des récents scandales financiers dans le secteur des fonds communs de placement. La section 3 analyse les différentes solutions proposées de façon individuelle. La section 4 présente l'analyse des besoins de protection des épargnants. La section 5 présente une analyse intégrée des solutions en considérant les différents besoins de protection des investisseurs. Finalement, la section 6 présente nos conclusions et recommandations.

2) Analyse de la nature du problème

Si l'on s'interroge actuellement sur l'encadrement de la gestion des fonds communs de placement, c'est en raison des récents scandales financiers qui ont touché les investisseurs québécois, et notamment les « petits » épargnants. L'objectif de cette section est d'identifier la source de ces scandales financiers et aussi d'essayer de qualifier ce qu'est un « petit » épargnant.

Le sujet traité dans le document de consultation est la protection des épargnants. Curieusement, on ne définit nulle part contre quoi les épargnants doivent être protégés. Évidemment, à la lumière des récents scandales financiers, on se doute bien qu'il s'agisse de la fraude, mais il ne s'agit pas du seul risque qu'entraîne la délégation de la gestion de placements. Il est important d'établir l'ensemble des risques contre lesquels un besoin de protection existe, afin de proposer des solutions qui pourront effectivement garantir une protection aux épargnants. Sinon, l'objectif de cette consultation ne sera atteint que très partiellement.

Dans la gestion de ses placements, un investisseur a le choix de gérer lui-même ses avoirs ou d'en déléguer la gestion, en tout ou en partie. Normalement, on considère que l'investisseur délègue ses pouvoirs au gestionnaire du fonds, pour ce qui est de la gestion des actifs investis. En fait, l'investisseur délègue non seulement la gestion du fonds, mais aussi toutes les fonctions de la surveillance du gestionnaire, i.e. celles du fiduciaire, du vérificateur, de la tenue des registres et de la garde des valeurs.

La délégation de pouvoir crée la possibilité que le représentant (ou l'agent) de l'investisseur prenne des décisions qui vont à l'encontre des intérêts de l'investisseur. La délégation implique donc une surveillance du représentant de l'investisseur¹.

La délégation de pouvoir introduit également un délai de réaction pour l'investisseur, et le risque créé par ce délai est de ne pas pouvoir réagir suffisamment rapidement en cas de perte importante. Une perte

¹ La surveillance n'est pas le seul moyen de s'assurer que le gestionnaire agira dans l'intérêt de l'investisseur. On peut aussi mettre en place des incitatifs comme une structure de rémunération. Cette idée sera développée davantage à la section 3.1.3 mais, à notre avis, ce genre d'incitatif n'élimine pas complètement le risque créé par la délégation.

importante peut résulter d'une malchance, d'une négligence ou incompétence du gestionnaire, d'une modification de la stratégie (et de son niveau de risque²) ou d'une fraude.

De façon plus précise, on peut résumer les risques qu'entraîne une délégation de pouvoirs selon quatre types.

Le premier risque est celui de choisir un gestionnaire incompétent, soit parce qu'il sera moins bon que l'investisseur ou parce que sa gestion active ne fera pas aussi bien qu'une gestion passive (ou qu'un indice de référence qu'on peut répliquer à l'aide d'un fonds indiciel).

Le deuxième risque est celui que le gestionnaire ne respecte pas la stratégie de gestion annoncée, souvent en modifiant le risque du portefeuille en cours de route. Il est utile de noter que si le gestionnaire gagne son pari, l'investisseur en bénéficie également. Autrement dit, le partage des bénéfices demeure symétrique entre le gestionnaire et l'investisseur, que ce soit à la hausse ou à la baisse.

Le troisième risque est celui que le gestionnaire s'approprie les fonds de l'investisseur, en tout ou en partie, contre le gré de l'investisseur. Il s'agit ici d'un acte illégal qui correspond à un détournement de fonds (ou une fraude).

Finalement, le dernier risque créé est celui que le fiduciaire n'effectue pas la surveillance de façon adéquate. Cela peut résulter d'un manque de moyens à la disposition du fiduciaire, de son incompétence ou d'un conflit d'intérêt liant le gestionnaire et le fiduciaire.

La prochaine section fera ressortir que la source de ces risques se trouve dans la séquence des activités inhérentes à l'existence d'un fonds commun de placement.

² Certes, lorsqu'un investisseur obtient un rendement positif de 20%, il n'est généralement pas intéressé à savoir comment le gestionnaire a réussi cet exploit, et il ne se préoccupe pas de savoir si la prise de risque a été plus grande que prévu. Et même si c'est le cas, on vantera la clairvoyance du gestionnaire d'avoir saisi l'opportunité d'augmenter le risque du portefeuille au bon moment. Pourtant, lorsqu'il y a un rendement négatif, cette dimension devient soudainement importante!

2.1) La source des risques

Lorsqu'un investisseur choisit un fonds commun de placement, plusieurs acteurs ou intervenants entrent en jeu³. Pour les besoins de notre analyse, nous nous concentrerons sur les intervenants suivants : le gestionnaire du portefeuille qui prend les décisions de transactions, le fiduciaire dont le mandat est de représenter les intérêts de l'investisseur, le vérificateur dont le mandat est de vérifier que l'information rapportée correspond bien à la réalité, et le responsable du registre des transactions qui fait le suivi des transactions effectuées par le gestionnaire.

Dans le but de faire ressortir la source du problème, examinons maintenant le Tableau 1 qui présente la séquence des activités pratiquées par les intervenants d'un fonds commun de placement. Il s'agit d'un modèle simplifié d'une seule période avec deux dates. Cette séquence n'est pas exhaustive, mais elle est néanmoins suffisante pour réaliser que les risques trouvent leur source dans la possibilité pour le gestionnaire de « dévier » du mandat qu'on lui a confié et ce, entre deux dates de vérification de ses activités.

Tableau 1
Séquence des activités pratiquées par les intervenants d'un fonds commun de placement

Date	Activité
T=0 (ex ante)	<ul style="list-style-type: none"> - L'investisseur achète une part du fonds. - Le gestionnaire choisit sa stratégie. - Le fiduciaire prend connaissance de la stratégie et l'approuve.
Entre T=0 et T=1 (intérim)	<ul style="list-style-type: none"> - Le gestionnaire effectue des transactions. - La tenue du registre des transactions s'effectue.
T=1 (ex post)	<ul style="list-style-type: none"> - Vérification des actions du gestionnaire par le fiduciaire et/ou le vérificateur. - La vérification donne lieu à la poursuite des activités ou non. - Le gestionnaire choisit de modifier sa stratégie ou pas. - Le fiduciaire prend connaissance de la stratégie et l'approuve.

Si le gestionnaire est négligent, modifie le niveau de risque de la stratégie de placement, ou commet une fraude, c'est entre les deux dates de vérification que cela surviendra. On parle ici de possibilité de « déviance » seulement, ce qui ne veut pas dire que le risque se matérialisera

³ Le document de consultation est plus précis quant aux différents intervenants.

nécessairement. Il est important de noter que cette possibilité de « déviance » existe même si toutes les fonctions de surveillance s'effectuent correctement. Le problème se situe dans l'information qui est disponible entre deux dates de vérification (par le fiduciaire ou le vérificateur). Cela signifie ultimement que l'**indépendance** totale des différents intervenants **n'est pas** une condition **suffisante** pour éliminer le risque de négligence, de modification du niveau de risque ou de fraude de la part du gestionnaire. Il est important de rappeler que la fraude n'est pas la seule source de déviance et proposer des solutions qui ne s'attaquent qu'à la fraude n'empêcheront pas les investisseurs de subir des pertes importantes, rendant la protection incomplète.

Le Tableau 1 permet aussi de constater que la séquence des activités entraîne l'incapacité de l'investisseur (ou du fiduciaire) de réagir suffisamment rapidement, ce qui permet trop souvent aux pertes de s'aggraver. Cela signifie également que le risque de « déviance » ne peut pas être complètement éliminé, même s'il sera possible d'en diminuer la probabilité de survenance.

2.2) La définition d'un « petit » épargnant

Lorsqu'on mentionne que les épargnants ont besoin d'être protégés, on évoque souvent des exemples de « petits » investisseurs et épargnants. Il arrive aussi qu'on associe le fait d'être un petit épargnant au fait d'être un actionnaire minoritaire.

Bien que nous ayons tous une notion intuitive de ce qu'on entend par « petit » épargnant ou actionnaire « minoritaire », il demeure que ces termes ne sont généralement pas définis et qu'ils sont loin d'être équivalents.

En effet, supposons un investisseur qui détient un portefeuille valant un million de dollars et constitué de 100 titres en part égale. Chaque titre vaut 10 000\$ dans le portefeuille et pour chacun de ces titres, l'investisseur est un actionnaire minoritaire, puisque cette somme ne représente rien par rapport à la capitalisation de n'importe quelle compagnie cotée en bourse.

De même, un investisseur peut détenir un million de dollars répartis entre plusieurs fonds communs de placement. Il peut ainsi être considéré comme un « petit » investisseur dans chacun de ces fonds.

En théorie (et en pratique!), pour définir la taille d'un investisseur, il faudrait connaître l'ensemble de ses actifs, pas seulement ceux investis dans un fonds commun de placement en particulier. Dans notre société actuelle, il est loin d'être acquis que l'ensemble des investisseurs (petits ou pas) serait désireux de divulguer autant d'informations personnelles.

Il est aussi dangereux d'associer le fait d'être un investisseur individuel avec le statut de « petit épargnant », de même que le fait d'être un investisseur institutionnel avec celui de personnes plus riches. Les investisseurs institutionnels sont constitués essentiellement de régimes de retraite, d'assureurs et de fonds communs de placement. Ces derniers sont donc des représentants des individus lorsqu'ils investissent dans les marchés. Par conséquent, il faut faire attention de ne pas voir les intérêts des investisseurs institutionnels et ceux des « petits épargnants » comme étant opposés⁴.

Ces problèmes de définition ne changent rien au problème de délégation créé par l'existence d'un fonds commun de placement et n'affectent pas l'analyse de ce sujet. Par contre, bien définir ce qu'est un investisseur sera essentiel si jamais on décide de mettre en place des mesures ayant pour but de protéger les « petits » épargnants de façon spécifique.

L'importance de s'attarder à ce problème, en apparence trivial, vient du fait que l'existence du débat actuel est largement tributaire de drames humains vécus par de « petits » investisseurs. Si les récents scandales financiers n'avaient affecté que des gens plus fortunés, la perception qu'une intervention est nécessaire serait fort différente. À titre d'exemple, le régime de retraite de l'Université de Montréal a perdu une centaine de millions de dollars récemment et des communautés

⁴ Il est vrai que les investisseurs institutionnels disposent, en général, de meilleures ressources pour prendre leurs décisions d'investissement, et qu'ils ont aussi un meilleur accès à certains types de placement. Par contre, leurs intérêts sont souvent les mêmes que ceux des « petits épargnants ». En fait, ce ne sont que des exemples de délégation de gestion.

religieuses ont aussi perdu des millions, sans que cela ne suscite le besoin de modifier l'encadrement légal du domaine de la gestion de portefeuille.

Dans le débat actuel, on insiste beaucoup sur la dimension de « petits » épargnants et sur celle de la finalité des placements, i.e. la retraite dans la plupart des cas⁵. Cependant, il faut réaliser que ces dimensions n'ont rien à voir avec les scandales récents, dans la mesure où elles n'en sont pas la source et qu'elles n'ont pas contribué à aggraver les problèmes. Ces deux dimensions ont pour effet principal de rendre le débat plus émotif et de créer un sentiment d'urgence, mais elles ne sont pas nécessaires pour l'analyse de la protection des épargnants en général.

3) Analyse individuelle des solutions possibles au conflit d'intérêt

L'objectif de cette section est d'utiliser le cadre conceptuel présenté à la section 2 pour faire ressortir les différentes solutions possibles pour gérer le risque de « déviance » du gestionnaire. Nous avons vu qu'il y a trois moments importants : avant les transactions ($t=0$), après les transactions ($t=1$) et la période des transactions (entre $t=0$ et $t=1$). Cela signifie que l'on peut également agir à ces trois moments et regrouper les différentes solutions selon le moment d'intervention. Le Tableau 2 résume les solutions proposées dans le document de réflexion, de même que d'autres solutions qui sont présentées dans ce mémoire. Dans cette section, nous présenterons chacune de ces solutions individuellement pour ensuite en faire une analyse intégrée à la section 5.

⁵ Il est important de rappeler qu'il ne s'agit pas de la seule raison d'épargner. On peut en effet épargner pour acheter une maison, payer les études de ses enfants, etc. La gravité de la faute commise par quelqu'un à qui on délègue notre argent ne devrait pas être dépendante de la finalité de l'épargne.

Tableau 2
Solutions possibles pour gérer le risque de « déviance » du gestionnaire

Agir ex ante (t=0)	Agir dans l'intérim (entre t=0 et t=1)	Agir ex post (t=1)
Mécanismes de gouvernance et réglementation	Système interne ou externe de conformité automatisé	Système judiciaire et sanctions
Effet dissuasif des sanctions	Système automatique externe de limitation des pertes	Fonds de garantie
Alignement des intérêts des gestionnaires avec ceux des épargnants		

3.1) Agir ex ante

3.1.1) Mécanismes de gouvernance et réglementation

3.1.1.1) Le cumul des fonctions

La séparation des rôles est une condition nécessaire à la résolution du problème que nous avons soulevé à la section 2, et nous appuyons toute démarche visant à séparer les différentes fonctions impliquées dans la délégation de gestion de portefeuille. Cependant, bien que cela constitue une condition *nécessaire*, ce n'est pas pour autant une condition *suffisante*. En effet, il faut également que le fiduciaire (ou celui qui veille aux intérêts des investisseurs) dispose des pouvoirs d'intervention adéquats. De plus, s'il est possible pour le gestionnaire (ou l'entité surveillée) de résilier le contrat du fiduciaire, alors le pouvoir de ce dernier est illusoire.

Nous aimerions maintenant revenir sur certains arguments qui sont évoqués dans le document de consultation, notamment sur les avantages présumés du cumul des fonctions et sur les effets d'une séparation des fonctions sur les petites firmes.

Selon le document de consultation, le cumul des fonctions agit de façon différente pour les petites firmes et les grandes institutions. Dans les petites firmes,

c'est souvent la même personne qui cumule plusieurs fonctions, alors que dans une grande institution, il s'agit plutôt d'équipes de gestion, ou d'entités légales différentes, qui font partie d'un même groupe. Dans les deux cas, ce cumul permettrait de sauver des coûts et du temps, et on semble indiquer que cet avantage est particulièrement important pour les petites firmes. C'est d'ailleurs cet avantage qui sert d'argument contre une plus grande séparation des fonctions, puisqu'il pourrait nuire à la viabilité des petites firmes.

Lorsqu'une nouvelle réglementation est discutée, on met toujours en garde contre les coûts administratifs supplémentaires et le besoin d'assurer l'harmonisation entre les différentes réglementations au Canada. On semble prendre pour acquis que les bénéfices ne seront pas plus grands que les coûts. Pourtant, ces coûts et ces bénéfices sont quantifiables et doivent être quantifiés. Ne rien faire sur la base de ces perceptions revient à accepter la situation actuelle, ou présumer que les bénéfices ne seront pas suffisants pour compenser les coûts.

On présente souvent les barrières à l'entrée comme étant nécessairement un mal. Pourtant, les règles de fonctionnement de l'industrie comportent de nombreuses « barrières » à l'entrée pour, justement, éviter que n'importe qui puisse exercer des fonctions vitales dans l'économie et nuire à l'efficacité des marchés. Faut-il vraiment rappeler la nature des scandales qui ont été mis à jour récemment? Ces scandales nous ont révélé que plusieurs barrières du lourd fardeau réglementaire qu'on dit imposer à l'industrie des valeurs mobilières sont en fait très fragiles ou contournables!

De plus, si une meilleure réglementation en remplace une qui était déficiente ou inefficace, en quoi cela constitue-t-il vraiment un coût net supplémentaire? N'est-ce pas plutôt une mauvaise réglementation qui constitue un frein au développement de l'industrie? Certains intervenants prétendent que ces coûts nuiraient au développement

des petits fonds. Pourtant, ce sont justement les petits fonds qui sont le plus pénalisés par les récents scandales, notamment au niveau de la confiance que ne leur accordent plus les investisseurs.

Les intervenants moins favorables à la séparation des fonctions mentionnent également qu'une augmentation des coûts réglementaires est nécessairement retransmise en entier aux investisseurs. Le corollaire de cet argument est que chaque fois qu'on réduit les coûts réglementaires, ces gains sont transmis en entier aux investisseurs. Pour l'instant, et à défaut de pouvoir valider cet argument, nous nous contenterons d'en douter sérieusement!

Pour ce qui est des problèmes possibles d'harmonisation avec le reste du Canada, nous sommes un peu perplexes devant ce type d'argument. En effet, dans la mesure où le problème de cumul des fonctions n'est pas propre au Québec, il est difficile de comprendre pourquoi une solution à ce problème, en plus d'être bénéfique, ne pourrait pas être adoptée ailleurs aussi.

Finalement, certains intervenants semblent indiquer que le cumul des fonctions n'est un réel problème que pour les petites firmes. Pourtant, l'actualité des dernières années a largement démontré que les grandes institutions n'étaient pas immunisées contre les scandales financiers. À l'évidence, leurs règles de contrôle interne ne sont pas uniformes et encore moins parfaites.

Il est utile de rappeler d'autres scandales récents dans lesquels de grandes institutions ont été impliquées. Par exemple, la Banque Barings (une banque plus que bi-centenaire) est disparue⁶ parce que ses règles de contrôle interne ne lui ont pas permis de réaliser qu'un de ses courtiers avait la possibilité de remplir plus d'une fonction. Pensons aussi au scandale d'Enron où tant de grandes institutions financières

⁶ Pour être plus précis, ses activités ont été rachetées/fusionnées avec celles de la Banque ING.

ont été impliquées. Pensons également au scandale de « market timing » dans l'industrie des fonds communs de placement, tant aux États-Unis qu'au Canada. Comment peut-on prétendre que les problèmes de gouvernance sont moins importants dans les grandes institutions? Ce qui distingue réellement les grandes institutions, c'est que lorsqu'elles commettent une faute, elles règlent leurs litiges de façon plus rapide et plus discrète, lorsqu'elles ont assez d'actifs pour le faire. La Banque CIBC a quand même payé plus de 2 milliards de dollars à la suite du scandale d'Enron; c'est un peu plus que les pertes dans le dossier de Norbourg.

3.1.1.2) La mise en place d'un comité d'examen indépendant

Le document de consultation indique que le règlement 81-107, dont l'entrée en vigueur est survenue en novembre 2006, instaure la mise en place d'un comité d'examen indépendant. Au-delà du bien-fondé de cette mesure, il ne faut pas perdre de vue que l'indépendance ne donne pas la science infuse. C'est une certaine garantie qu'il y aura moins de conflit d'intérêts (sans toutefois les éliminer), mais ce n'est pas suffisant pour garantir que les gestionnaires ne pourront pas « dévier » de leur mandat.

À notre avis, certains éléments qui pourraient garantir l'indépendance réelle des membres du comité ne nous apparaissent pas clairement définis dans le règlement 81-107. En autres, notre lecture du règlement fait ressortir quelques questions, parmi lesquelles : Qui choisit le membre indépendant? Qui décide de la rémunération du membre indépendant? Qui peut terminer le mandat du membre indépendant? Si le gestionnaire est à l'origine de ces choix, comme semble l'indiquer le règlement, les membres du comité sont-ils vraiment indépendants? De plus, l'information nécessaire pour le comité sera vraisemblablement produite par l'entité surveillée, soit le gestionnaire, ce qui laisse la porte ouverte à des manipulations de l'information.

On doit aussi s'interroger sur le processus de surveillance qui veillera à ce que le comité accomplisse son mandat correctement, puisqu'il demeurera un agent de l'investisseur. De plus, quels mécanismes mettrait-on en place pour assurer que le rôle du fiduciaire (joué par le comité) soit rempli de façon homogène, peu importe le fonds commun de placement? Autrement dit, comment s'assurer que la prestation des comités d'examen sera la même peu importe le fonds dans lequel on décide d'investir, d'autant plus que la rémunération des membres variera par fonds?

L'idée de comité d'examen indépendant est empruntée à la situation qui prévaut aux États-Unis où la structure corporative et légale des fonds est différente. En effet, les fonds ne sont pas nécessairement constitués en fiducie, mais font partie de corporations. C'est pour cela qu'il y a des conseils d'administration par fonds, dont le mandat est essentiellement le même que celui du fiduciaire. Cela dit, des problèmes importants de gouvernance (où l'indépendance des conseils n'est pas effective) existent aux États-Unis et sont d'ailleurs largement documentés⁷. Ils n'ont d'ailleurs pas empêché le scandale de « market timing » sur les pratiques institutionnalisées au sein de l'industrie.

En choisissant de créer des comités d'examen indépendants, et en lui attribuant des responsabilités normalement dévolues au fiduciaire, les autorités de réglementation émettent un signal ambigu sur leur désir et/ou capacité de jouer leur rôle. En effet, quelle est maintenant la responsabilité du fiduciaire et pourquoi n'a-t-on pas simplement modifié la réglementation des sociétés de fiducie pour s'assurer qu'elles s'acquittent de leur tâche? A-t-on simplement créé de la redondance dans le système en confiant la même responsabilité à deux entités?

⁷ L'article suivant fournit une bonne revue de la littérature sur le sujet : Pichhadza, Aviv, 2006, *Mutual Fund Governance Reforms : A Commentary*, Banking and Finance Law Review, Vol. 17, pp. 67-98, disponible à <http://ssrn.com/abstract=893835>.

À notre avis, ce choix mérite d'être revu dans un contexte plus global. En fait, nous croyons qu'il aurait probablement été plus simple, et efficace, de rendre le fiduciaire indépendant, car le fiduciaire devrait déjà jouer le rôle que l'on attribue maintenant au comité d'examen indépendant.

3.1.1.3) La structure de réglementation

Les objectifs de la réglementation des marchés des valeurs mobilières sont clairs et consistent essentiellement à protéger les intérêts des investisseurs, à assurer le bon fonctionnement des marchés et à favoriser le développement de l'industrie.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) est un organisme très jeune et à la lumière du mémoire qu'elle a présenté lors des travaux préliminaires de la commission, il semble qu'il lui manque beaucoup d'outils de base pour s'acquitter de sa mission en ce qui concerne l'encadrement des marchés des valeurs mobilières⁸. Par exemple, l'AMF recommande des modifications pour avoir un pouvoir sur les gérants de fonds communs de placement, de même qu'une série de mesures pour avoir accès à de l'information pour s'acquitter de son mandat.

Comme le mentionne le document de consultation, la Loi sur l'AMF prévoit que l'AMF peut déléguer certaines de ses fonctions et certains de ses pouvoirs à des organismes externes. Ce sont les organismes d'autoréglementation (OAR). On mentionne aussi que le modèle d'autoréglementation permet de profiter de l'expertise et de l'expérience pratique de l'industrie sans que l'État n'ait à assumer les coûts importants de ces activités⁹. En note de bas de page, on ajoute : « En définitive, les

⁸ Il est important de noter que ce commentaire ne s'applique pas du tout à l'encadrement des autres secteurs d'activité comme l'assurance ou les institutions de dépôts.

⁹ On oublie souvent que les activités de l'AMF génèrent des revenus par le biais de cotisations versées par les entités surveillées. Par contre, ces revenus sont versés au Fonds consolidé de la province et le budget de l'AMF

coûts d'encadrement, qu'ils soient exercés par le secteur public ou privé, sont transmis au consommateur par une hausse des frais. Le modèle pose aussi le problème des conflits d'intérêts potentiels. Ce sont les mécanismes de freins et de contrepoids des OAR qui peuvent minimiser ce problème. »

Nous comprenons que cette structure de fonctionnement existe depuis longtemps dans ce secteur d'activité. Cependant, il nous semble que, dans la mesure où la gouvernance est un sujet à la mode, la délégation de la surveillance devrait elle aussi être analysée dans le débat qui nous préoccupe.

Jusqu'à tout récemment, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) avait la double mission de protéger les investisseurs et favoriser le développement de l'industrie, donc de ses membres. Ces deux missions viennent d'être séparées en raison d'un conflit d'intérêt apparent constaté tant par les autorités de réglementation que par l'ACCOVAM. Il n'en demeure pas moins que les deux missions sont déléguées à des membres de l'industrie.

Sans que cela soit notre préoccupation première dans le cadre de ce mémoire, il y a cependant un aspect de la délégation qu'on semble moins considérer et qui pourrait être important, surtout dans la mesure où le développement des petites firmes semble souhaité, au Québec du moins. En effet, les autorités de réglementation, qui sont de juridiction provinciale, délèguent toutes une partie de leurs pouvoirs à l'ACCOVAM qui, elle, est une association canadienne.

Dans la mesure où cette industrie est dominée par les grandes institutions, il est difficile de croire que les intérêts des petites firmes de l'industrie soient représentés de façon à en favoriser le développement. La consultation de la composition des conseils d'administration et de section (par province) permet en effet de constater que

dépend des crédits que lui octroie le Conseil du Trésor. Il n'est pas certain qu'il s'agisse réellement d'un coût net pour l'État.

les grandes institutions y sont majoritaires. Il est vrai qu'elles génèrent effectivement la majorité des opérations de l'industrie, mais il faut reconnaître qu'elles n'ont aucun incitatif à promouvoir les intérêts des petites firmes.

Dans ce contexte, nous croyons que les investisseurs ne sont pas seuls à supporter les coûts de la structure de réglementation. Le modèle d'autoréglementation impose aussi des coûts aux membres de l'industrie dont les intérêts ne sont pas bien représentés. Ce modèle n'assure donc pas nécessairement un traitement équitable (ou un « level playing field ») à tous les membres de l'industrie.

Nous pensons qu'il pourrait être pertinent pour l'AMF de ne pas écarter la possibilité d'adopter la même structure de réglementation que pour l'encadrement des assureurs, des institutions de dépôts et des fiducies. Dans ces secteurs d'activité, il n'y a pas de délégation à des organismes d'autoréglementation¹⁰. Il est peut-être utile de rappeler que les récents scandales financiers sont justement survenus dans le secteur des valeurs mobilières¹¹.

Nous sommes conscients que ces différences reflètent l'évolution historique de la réglementation dans ces différents secteurs, et nous ne prétendons pas qu'il s'agisse nécessairement d'une meilleure avenue de solution, mais nous croyons qu'il est sain de se poser la question, surtout dans la mesure où la gouvernance est une préoccupation de plus en plus importante dans notre société.

¹⁰ Pour être plus précis, il n'y a pas de délégation pour la surveillance des institutions (institutions de dépôts, assureurs et fiducies) elles-mêmes. Par contre, la surveillance des intermédiaires de marchés (agents, courtiers, etc.) est déléguée à des OAR.

¹¹ Cela ne signifie pas que les autres secteurs soient exempts de problème, mais il semble que les investisseurs aient été davantage lésés financièrement dans le domaine des valeurs mobilières, alors que les actifs gérés par les assureurs et les institutions de dépôts sont beaucoup plus importants.

3.1.2) L'effet dissuasif des sanctions

Les sanctions imposées par le système judiciaire, une fois que les pertes sont découvertes et la faute reconnue, constituent principalement un outil ex post. Cependant, dans la mesure où certaines sanctions sont prescrites, donc connues à l'avance, elles constituent également un outil ex ante dans la mesure où elle procure un effet dissuasif. Il est difficile d'établir l'importance de cet effet, et même s'il ne peut suffire à éliminer tout risque de fraude ou de non-respect de contrat, il contribue certainement à diminuer la probabilité qu'un tel événement se produise.

Évidemment, pour que cet effet soit crédible, il faut que les sanctions soient suffisamment importantes pour contrebalancer l'espérance de gain du fautif. Dans cette optique, l'augmentation des sanctions maximales peut certes être utile, mais c'est probablement davantage au niveau des sanctions minimales qu'une augmentation serait préférable. Une sanction minimale connue à l'avance fait office de perte certaine lors d'un jugement de culpabilité et élimine une partie de l'incertitude quant aux conséquences de frauder si on se fait « prendre ».

De plus, dans la mesure où des sanctions d'ordre pécuniaire ne sont effectives que lorsque le fautif a des actifs suffisants, des peines d'emprisonnement importantes ont probablement un pouvoir dissuasif plus important, car elles sont indépendantes de la fortune du fautif.

Nous ne sommes pas juristes et notre analyse de l'effet des sanctions ne nous permet pas de calibrer l'effet des différents types de sanctions. Notre objectif dans cette section était surtout de présenter les sanctions comme faisant également partie de l'arsenal disponible ex ante pour mitiger les risques de fraude. Nous reviendrons sur le rôle des sanctions comme outil de protection des épargnants dans la section « agir ex post » (section 3.2.1).

3.1.3) L'alignement des intérêts des gestionnaires

Un des moyens pour contenir le conflit d'intérêt qui existe entre l'investisseur et le gestionnaire est de faire en sorte que leur intérêt respectif dans le succès du fonds soit similaire. Comme la rémunération du gestionnaire est souvent un pourcentage des actifs sous gestion, on pourrait penser que cela est suffisant pour motiver le gestionnaire à maximiser le rendement pour augmenter sa propre rémunération. Toutefois, pour que cela soit nécessairement le cas, il faut que ce soit le seul moyen dont dispose le gestionnaire pour augmenter ses revenus. On fait aussi l'hypothèse importante que la tolérance au risque du gestionnaire est la même que celle des investisseurs et qu'elle est conforme aux objectifs du fonds.

Or, pour augmenter ses revenus, le gestionnaire a surtout besoin de gérer davantage d'actifs. Ce sera certes le cas si le rendement du fonds est plus important, mais ce sera aussi le cas si le gestionnaire a réussi à attirer davantage d'investisseurs. Il y a donc des limites à ce que le type de rémunération peut faire pour protéger les épargnants.

On peut aussi réduire le risque (sans l'éliminer toutefois) en exigeant du gestionnaire qu'il investisse une partie importante de ses propres actifs dans les fonds qu'il gère. Le gestionnaire est ainsi davantage lié à la bonne fortune du fonds. Des fonds de ce type existent et sont généralement offerts par des associations professionnelles. Ces fonds sont presque l'équivalent d'une coopérative d'investissement, où les personnes qui déterminent et gèrent la politique de placement du fonds sont également des membres¹². Cela ne constitue pas une garantie contre la fraude, mais l'homogénéité d'un groupe assure un meilleur alignement des intérêts des investisseurs et des gestionnaires, et minimise les possibilités de « déviance ».

¹² Les membres, par le biais de leur conseil d'administration, délèguent généralement la gestion courante des portefeuilles à un ou des gestionnaires externes, tout en conservant la gestion de politique de placement et la gestion des transactions avec les membres, de même que le suivi quotidien des gestionnaires.

3.2) Agir ex post

3.2.1) Le système judiciaire et les sanctions

Le système judiciaire joue deux rôles. Tout d'abord, le système judiciaire constitue en partie un mécanisme d'assurance contre le non-respect des contrats et des lois. En ce sens, dans la mesure où il peut imposer l'indemnisation des dommages subis lorsqu'il y a une faute découlant du non-respect d'un contrat de délégation, il permet d'offrir une certaine protection *ex post* aux épargnants. Cependant, cette protection n'est effective que lorsque les actifs du fautif sont suffisants pour couvrir les pertes ainsi que les frais de récupération (l'utilisation du système judiciaire n'est généralement, hélas, pas bon marché!). Dans le cas contraire, l'indemnisation des épargnants est incomplète, voire nulle. Cette précision est importante, car elle permet de réaliser que, non seulement l'établissement d'un fonds de garantie n'est donc pas le seul moyen qui peut permettre aux victimes de fraude de récupérer leur argent, mais surtout, dans quelle situation un fonds de garantie pourrait être utile.

Il est utile de noter que même si, dans le cas de Norbourg, l'indemnisation procurée par le système judiciaire sera vraisemblablement incomplète, il arrive aussi que les actifs du fautif soient suffisants. Cela a été le cas de la banque CIBC et de Merrill Lynch aux États-Unis, entre autres.

Le deuxième rôle du système judiciaire est d'imposer des sanctions. Dans ce texte, nous donnons au mot « sanction » le sens de toute peine d'emprisonnement et de tout montant excédentaire aux dommages monétaires causés aux personnes lésées par le fautif.

Dans le document de consultation, plusieurs intervenants proposent d'augmenter les sanctions financières pour les responsables de fraude, de même que pour ceux qui ne se conforment pas à la réglementation. Dans le cadre d'analyse que nous avons développé à la section 2, l'imposition d'une sanction intervient à la toute fin, i.e. après la vérification d'une perte.

Nous ne sommes pas juriste et notre analyse de l'effet de l'imposition de sanctions *ex post* est certainement incomplète. Cependant, il nous semble que l'effet le plus concret des sanctions après coup est de limiter la possibilité que le fautif puisse recommencer à nouveau. En effet, si l'effet de dissuasion n'arrive pas à prévenir la faute, l'imposition de sanctions n'offre aucune indemnisation aux épargnants ayant subi une perte. De plus, si les actifs sont insuffisants pour indemniser les victimes, ils le sont forcément aussi pour payer les sanctions, d'où la présence de peine d'emprisonnement probablement.

Du point de vue de l'épargnant, les sanctions monétaires ne jouent donc un rôle de protection que par leur effet dissuasif *ex ante*, et non par leur imposition après coup. Les sanctions n'apportent donc rien de plus en terme de compensation pour les épargnants, sinon un certain un réconfort moral aux victimes.

Il est important de mentionner que l'effet dissuasif risque de n'avoir de réel effet que pour les actes qui sont illégaux. En effet, dans la mesure où les dirigeants d'une entreprise, de même que son conseil d'administration, peuvent souvent souscrire une assurance contre leurs erreurs et omissions, l'effet dissuasif risque d'être relativement faible, car les conséquences de leurs gestes sont transférées au mécanisme d'assurance, à moins qu'ils participent directement à la fraude, auquel cas ils ne sont pas couverts!

Compte tenu de ce qui précède, la protection des épargnants après coup provient essentiellement de l'indemnisation possible procurée par le système judiciaire. Cette indemnisation est cependant dépendante du niveau des actifs du fautif, ce qui rend cette protection potentiellement partielle.

Dans la mesure où imposer des sanctions plus importantes n'est pas très coûteux, nous ne sommes pas contre cette mesure, même si sa contribution à résoudre le problème soulevé risque d'être relativement marginale. Par contre, il pourrait être utile de faciliter le processus de récupération des pertes par voie judiciaire, ce qui pourrait en minimiser les coûts. Nous

n'avons pas vraiment réfléchi à cette avenue, mais il nous semble que si les objectifs et les stratégies de gestion des fonds communs de placement étaient mieux définis et connus à l'avance, il serait alors plus facile de déterminer la faute commise, ainsi que le niveau de la perte.

3.2.2) Mise en place d'un fonds de garantie

Bien que ce ne soit pas une solution proposée explicitement par l'AMF pour le moment, d'autres intervenants sont d'avis que l'absence de mécanisme d'indemnisation (ou d'un fonds de garantie) en cas de fraude de la part d'un gestionnaire de portefeuille constitue une lacune. En effet, comme il est impossible d'éliminer complètement le risque de fraude et qu'on ne peut l'anticiper avec précision, dans le sens où l'on ne peut prédire qui exactement commettra une fraude, la mise en place d'un fonds de garantie contre la fraude semble l'outil idéal pour assurer la protection des épargnants. De plus, puisque certains mécanismes d'indemnisation existent pour d'autres types d'épargne, on avance que la création d'un tel mécanisme améliorerait nécessairement le sort des épargnants. Nous sommes loin d'être convaincus qu'il en serait ainsi et nous allons tenter de faire ressortir les inconvénients importants liés à la mise en place d'un tel mécanisme.

Est-ce qu'un fonds de garantie permettrait de protéger les épargnants? Sans aucun doute! Par contre, quand on veut déterminer la meilleure façon de gérer un risque, il ne suffit pas de trouver une stratégie qui fonctionne. Si c'était le cas, il y aurait tout simplement un contrat d'assurance qui existerait pour couvrir n'importe quel risque qui peut entraîner une perte. Or, il est facile de constater qu'il n'existe pas une assurance contre tous les risques. Est-ce simplement une lacune ou y a-t-il des raisons qui expliquent ce constat?

Prenons l'exemple du risque de perdre une balle de golf lors d'une partie. À notre connaissance, il n'existe pas de contrat d'assurance pour se prémunir contre une telle

éventualité. Pourtant, il serait facile de mettre en place un fonds de garantie au sein d'un club de golf pour remplacer chaque balle perdue, moyennant une prime payée d'avance. Mais on ne le fait pas. Pourquoi?

Plusieurs raisons expliquent l'inexistence d'un tel contrat et nous utiliserons cette analogie pour expliquer pourquoi un fonds de garantie contre la fraude n'existe pas et, surtout, pourquoi ce n'est pas forcément souhaitable.

Pour assurer la perte d'une balle de golf et son remplacement, il faudrait payer une prime qui permettrait, collectivement, d'acheter des balles de golf pour remplacer celles qui sont perdues. Évidemment, pour éviter qu'un joueur obtienne une balle de golf sans en avoir perdu une, il faudrait un mécanisme de vérification des pertes. Il faudrait aussi considérer que le risque de chaque joueur dépend de son talent. D'un autre côté, face à un cours d'eau, le remplacement garanti de la balle inciterait probablement plusieurs joueurs à tenter des coups plus audacieux.

Pourtant, la solution qu'adoptent tous les joueurs de golf pour gérer ce risque est tout simplement d'apporter des balles de rechange. Même si l'assurance contre la perte d'une balle de golf atteindrait l'objectif recherché, ce n'est pas le seul moyen et surtout pas le moins coûteux. On peut en effet parier que la prime d'assurance serait plus grande que le coût d'achat d'une balle, ne serait-ce que pour le coût de gestion du système de vérification des pertes et du remplacement des balles à chaque trou.

Revenons maintenant au risque de fraude dans l'industrie des fonds communs de placement. Avec un fonds de garantie, on échange la possibilité de n'avoir aucune perte ou une perte très importante, contre une perte certaine, soit la prime d'assurance, qui est forcément payée à partir des actifs investis par les épargnants, que ce soit directement ou indirectement. Donc, on préfère sacrifier avec certitude une partie de notre rendement pour éviter l'incertitude d'une perte très importante.

Par contre, le risque de fraude est indépendant d'un fonds à l'autre, de sorte qu'il est diversifiable en bonne partie. Un portefeuille diversifié incorpore aussi l'effet moyen des pertes dues à la fraude. On peut donc se prémunir contre la fraude de plusieurs façons, et chacune a un coût. Normalement, on devrait vouloir choisir la moins cher. La diversification du nombre de fonds constitue donc le point de référence (« benchmark ») à battre, i.e. que le coût du fonds de garantie doit être moins coûteux que la diversification que n'importe quel épargnant peut effectuer lui-même. Il ne faut pas oublier qu'un mécanisme d'assurance repose justement sur la diversification du risque en assurant un grand nombre de risques indépendants. S'il est possible de répliquer la stratégie d'un mécanisme d'assurance à moindre coût, alors il est possible que celui-ci ne soit pas nécessaire, même s'il est réalisable.

Comparaison avec les autres fonds de garantie

Dans ce contexte, pourquoi perçoit-on l'inexistence d'un fonds de garantie comme une lacune et, surtout, qu'est-ce qui justifie l'existence d'autres fonds protégeant les épargnants? Nous allons voir que, même si le bénéficiaire de ces protections est le même (i.e. l'épargnant), les risques couverts sont différents et les raisons qui motivent ces protections sont également différentes.

Tous les produits financiers présentent des caractéristiques de risque et de rendement différents. Vouloir offrir une protection similaire à tous ces produits correspond à modifier ces caractéristiques. Il est important de mentionner que le fait d'offrir une assurance ne fait pas disparaître les risques; ils sont simplement transférés au mécanisme d'assurance. Et ce transfert n'est pas gratuit. Si les protections sont les mêmes pour tous les produits, alors les produits moins risqués vont subventionner les produits plus risqués. De plus, si chaque gestionnaire contribue de façon similaire au financement du mécanisme d'assurance, alors les gestionnaires

compétents vont subventionner les incompetents. Il est difficile de voir comment l'industrie et la société peuvent sortir gagnantes d'une telle situation.

Lorsqu'on parle de mécanisme d'indemnisation, on traite d'assurance. Or, pour qu'un mécanisme d'assurance soit la meilleure façon de gérer un risque, celui-ci doit posséder un certain nombre de caractéristiques. Au-delà des caractéristiques nécessaires pour pouvoir simplement mesurer le risque, il est généralement primordial que les risques assurés soient indépendants les uns des autres. Il est également important que le risque soit de nature « accidentelle », c'est-à-dire que l'assuré ne doit pas pouvoir contrôler la survenance d'un sinistre¹³.

Comme en témoigne le document de consultation, il existe des fonds de garantie pour plusieurs produits d'épargne. Il est donc tentant de penser que ce type de mécanisme peut s'appliquer à n'importe quel produit d'épargne. Or, la justification d'un mécanisme d'indemnisation n'est pas la même pour chaque produit et les risques déclenchant l'indemnisation ne sont pas identiques, même si l'indemnisation vient couvrir une perte subie par un épargnant.

Risque de faillite vs risque de fraude

Le seul risque qui est généralement couvert est celui de la faillite d'un intermédiaire financier, que ce soit un assureur, une banque, ou un intermédiaire de marché (courtier, agent d'assurance, etc.). L'exception à cette règle est le Fonds d'indemnisation des services financiers qui couvre le risque de fraude d'un intermédiaire d'épargne collective et, dans une

¹³ À cet effet, la plupart des exclusions d'un contrat d'assurance ont pour but de proscrire les situations où l'assuré pourrait volontairement déclencher le mécanisme d'indemnisation. Ainsi, si un assuré décide de conduire son véhicule directement dans un mur dans le but de faire une réclamation, celle-ci ne sera pas honorée par l'assureur. Les cas de fraude par l'assuré sont également exclus de tout contrat d'assurance à notre connaissance.

certaine mesure, l'assurance de dommage souscrite par certaines firmes de courtage de valeurs mobilières¹⁴.

Cette distinction est importante car ce qui distingue la fraude d'une faillite est justement le caractère intentionnel de la fraude, par rapport à la faillite dont la nature se rapproche davantage d'un acte accidentel, bien qu'une faillite soit très souvent la conséquence de mauvaises décisions des dirigeants de l'entreprise. De plus, il est rare que les dirigeants d'une entreprise s'enrichissent lors d'une faillite, alors que la fraude procure généralement un gain au fautif.

La nature du risque couvert influence d'abord l'établissement d'une tarification adéquate et ensuite la solvabilité du mécanisme d'indemnisation. Comme une tarification est toujours prospective, le mécanisme doit disposer d'un coussin de protection (par exemple, le capital des assureurs ou des banques) pour pallier au fait que la tarification d'une période puisse être insuffisante. Si l'erreur d'estimation de la tarification (qui est inévitable) est supérieure au coussin disponible, alors le mécanisme d'indemnisation est lui-même en faillite!

Il n'est donc pas surprenant d'apprendre que le Fonds d'indemnisation des services financiers soit largement déficitaire, puisqu'il couvre des risques « intentionnels »¹⁵.

Intermédiaires financiers vs autres firmes

Il est important de se demander pourquoi le risque de faillite de n'importe quelle compagnie n'est pas couvert. En effet, seule la faillite d'un intermédiaire financier est couverte à notre connaissance. La raison est que les actionnaires peuvent facilement diversifier le risque de faillite d'une entreprise en détenant un portefeuille diversifié de plusieurs entreprises.

¹⁴ Le risque de fraude est aussi couvert en Angleterre et en France, mais nulle part ailleurs en Amérique du nord.

¹⁵ Cette information était disponible dans le document de réflexion ayant servi aux travaux préliminaires de la Commission des finances publiques sur la protection des épargnants du Québec. On peut aussi la vérifier en consultant les états financiers du Fonds d'indemnisation des services financiers.

Comme la probabilité de faillite est relativement faible et que les risques sont relativement indépendants¹⁶, il n'est pas nécessaire d'avoir un mécanisme d'indemnisation qui, après avoir considéré la prime d'assurance, coûterait probablement la même chose que la perte probable d'un portefeuille due à la faillite d'une entreprise.

Qu'y a-t-il donc de particulier aux intermédiaires financiers pour que leur risque de faillite soit assurable? Dans le cas des assureurs, l'assuré n'a aucune diversification de son risque puisqu'il ne fait affaire qu'avec un seul assureur. Il est donc extrêmement vulnérable au risque que son assureur ne puisse honorer ses obligations en cas de faillite. Le fonds de garantie vient donc compenser cette impossibilité pour l'assuré de diversifier son risque. De plus, étant donné la nature des opérations d'un assureur, i.e. la couverture de risques généralement très indépendants les uns des autres, il est fort peu probable que la faillite d'un assureur entraîne la faillite d'un autre assureur. Autrement dit, le fonds de garantie assume des risques qui sont indépendants. C'est ce qui explique que ce fonds ne soit même pas capitalisé à l'avance. Lors d'une faillite, les autres assureurs sont tout simplement cotisés pour couvrir les coûts de la faillite¹⁷. Le cas des intermédiaires de marché est similaire, sauf en ce qui a trait à la tarification du fonds.

Dans le cas des banques, la situation est différente. Certes, il peut être néfaste de perdre ses dépôts auprès d'une banque, mais pour la plupart des gens, ces dépôts ne constituent pas l'ensemble de leurs avoirs. Ce risque pourrait donc facilement être diversifié par un individu. Par contre, contrairement aux assureurs, les opérations des banques sont extrêmement liées (par le système de paiement, entre autres), de sorte que si une banque fait faillite, le risque qu'elle entraîne la faillite d'une autre banque est très important.

¹⁶ Il arrive parfois que des circonstances exceptionnelles affectent plusieurs compagnies d'un même secteur, par exemple, les compagnies aériennes, mais la diversification des secteurs d'activité dans un portefeuille assure la minimisation de la probabilité d'une perte importante pour le portefeuille.

¹⁷ Il se peut que les règles de fonctionnement de ce fonds aient changé au cours des dernières années, mais nous n'en avons pas eu connaissance si c'est le cas.

Ce qui est également particulier au domaine bancaire, c'est que les dépôts des épargnants sont investis par la banque dans des prêts qui sont beaucoup moins liquides. S'il n'y a aucune protection contre le risque de faillite, il y a un risque de panique financière de la part des déposants qui pourraient retirer leurs dépôts en grand nombre, et ainsi forcer les banques à liquider leurs prêts. Ce type de panique s'est produit la dernière fois à la suite de la crise de 1929 aux États-Unis. L'assurance-dépôts existe en grande partie pour prévenir un risque systémique¹⁸, davantage que pour protéger l'épargne des individus. Au fond, c'est l'intégrité du système bancaire qui est protégée, ce qui permet le financement de projets à long terme.

Inconvénients d'un fonds de garantie

Bien que l'assurance ait des effets bénéfiques, elle a aussi des effets négatifs qu'il faut considérer. L'effet négatif le plus important d'un mécanisme d'assurance est d'inciter les assurés à prendre plus de risque, puisqu'ils n'auront pas à subir les conséquences financières en cas d'échec.

Dans le cas des banques et des assureurs, la présence de fonds de garantie crée des incitatifs pour augmenter le niveau de risque de leurs opérations. Pour limiter ce problème bien réel, ces institutions financières doivent se soumettre à une réglementation qui encadre et surveille leur santé financière. Cette réglementation est beaucoup plus importante que pour les entreprises « ordinaires », mais c'est le prix à payer pour bénéficier de l'effet du fonds de garantie.

En fait, on peut résumer la raison d'être de fonds de garantie pour les intermédiaires financiers de la façon suivante. La confiance que l'intermédiaire pourra honorer ses obligations

¹⁸ Un risque systémique signifie que les risques sont fortement corrélés entre eux, et qu'ils ne sont pas indépendants. Autrement dit, 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 elles sont saines.

est probablement l'actif le plus important que possèdent ces institutions financières. Pour préserver cette confiance, on a mis en place des fonds de garantie pour assurer un respect minimal de ces obligations. L'existence de fonds de garantie bénéficie donc grandement aux intermédiaires financiers pour attirer des clients. Ces garanties entraînent cependant la possibilité d'abus, puisque les conséquences financières sont transférées au mécanisme d'indemnisation, laissant les intermédiaires libres de prendre des risques accrus. Compte tenu de ce risque supplémentaire, les intermédiaires doivent donc se soumettre à un contrôle de leurs activités par le biais d'une réglementation assez importante. C'est le prix à payer pour bénéficier de l'aide apportée par un fonds de garantie.

On pourrait penser que l'incitation au risque n'est qu'un argument théorique et qu'on ne doit pas s'en préoccuper sur la simple base que son risque de réalisation est faible. Il est vrai que les cas de fraude et de faillite sont relativement peu nombreux. Cependant, avec une telle argumentation, on pourrait aussi justifier de retirer toutes les clauses d'exclusion des contrats d'assurance, qui ont justement pour but de clairement éliminer tout incitatif, si minime soit-il. On pourrait aussi éliminer toute la surveillance des intermédiaires financiers puisque les faillites de banques et d'assureurs sont rarissimes au Canada.

Il est donc clair que l'incitation au risque est un phénomène bien réel qui se concrétiserait également dans le cas d'un fonds de garantie contre la fraude chez les gestionnaires de fonds commun de placement. En plus de l'incitation au risque, la présence d'un mécanisme d'assurance diminue le niveau de prudence exercé normalement, en déresponsabilisant tant les investisseurs que les gestionnaires des conséquences de leurs actes.

Si jamais un mécanisme d'indemnisation était envisagé, il faudra aussi répondre aux questions suivantes : Comment déterminera-t-on le montant assuré? Comment calculera-t-on la prime? Que se passera-t-il si la prime est insuffisante pour payer les réclamations?

C'est une chose de déterminer le montant maximal qu'on pourra recevoir, mais pour pouvoir en déterminer la valeur réelle, il faut aussi savoir sur quelle base sera évaluée la perte, i.e. une définition précise de la perte et pas seulement le montant maximal de la couverture. S'agit-il du montant perdu par rapport à l'investissement initial, à la valeur maximale des actifs, à la perte depuis l'acte de fraude? Est-ce que les premiers dollars de perte, jusqu'à concurrence du montant maximal, sont payés, ou si l'investisseur retient une partie du risque?

Ce que nous voulons faire ressortir ici, c'est que ce genre de détails est important pour comparer le niveau réel de la protection offerte par le fonds de garantie. De plus, sans ces détails, il est difficile d'établir une tarification adéquate des primes exigées pour le fonds. C'est d'autant plus important qu'on pourrait se demander si une franchise ou un montant de coassurance pourrait être appliqué. Cela permettrait, entre autres, de respecter le fait que l'investisseur a fait des placements risqués, et que la délégation de la gestion de ses placements comporte un risque de fraude.

Pour favoriser l'acceptation du fonds de garantie, il faudrait aussi que la prime soit équitable (ou qu'elle soit perçue comme telle). Cela impliquerait une quantification ex ante des différences de risque liés aux différents gestionnaires. L'identification de variables permettant de prédire le risque de fraude est, pour l'instant, loin d'être une science exacte. De plus, pour prévenir l'anti-sélection, i.e. que les risques les plus importants auraient davantage tendance à s'assurer, il faudrait probablement rendre obligatoire la participation au fonds de garantie, ce qui ferait l'hypothèse que le besoin de protection (ou l'exposition au risque) est le même pour tous les investisseurs, ce qui n'est pas le cas.

Bien qu'une prime équitable soit certainement un objectif important, il faudrait aussi que l'indemnisation soit équitable elle aussi. Si l'indemnisation se fait sur la base de l'investissement initial dans un fonds, la protection du capital est moins grande pour ceux qui ont investi il y a plusieurs années, par rapport à ceux qui ont investi plus récemment et dont la

valeur de l'investissement initial avait peu varié. Si une franchise commune est appliquée à tous, alors la protection accordée est plus grande pour ceux dont les montants investis sont plus importants.

Pour mettre en place un fonds de garantie, il ne suffit pas de s'assurer que le mécanisme puisse effectivement indemniser la perte subie. Il faut également s'assurer que le mécanisme soit viable financièrement, tout au long de son existence et pas juste au début! En effet, comme une prime prospective peut être insuffisante, il faut aussi prévoir un mécanisme pour gérer l'insuffisance des primes.

Il faut aussi réaliser qu'une fois en place, on peut difficilement désinstaller le mécanisme, ce qui deviendrait souhaitable s'il n'est plus viable ou si l'augmentation de la prime devient telle qu'un autre mécanisme de protection devienne moins coûteux.

Synthèse

Notre analyse fait ressortir que, bien qu'il existe plusieurs mécanismes d'indemnisation liés à des produits d'épargne, ils ne sont pas tous équivalents. En effet, il est important de ne pas confondre la personne qui reçoit l'indemnisation (l'épargnant) du risque qui est assuré (ou ce qui déclenche l'indemnité), soit le risque de faillite ou de fraude.

Dans le cadre d'analyse que nous avons développé à la section 2, un mécanisme d'indemnisation intervient à la toute fin, après la vérification d'une perte. Un tel mécanisme n'a donc pas pour but de prévenir des situations de mauvaise gestion ou de fraude. D'ailleurs, le fonds ne contribue pas à réduire ni la probabilité, ni le montant d'une fraude. En fait, il augmente le coût net de la fraude par l'augmentation de la probabilité. Un mécanisme d'indemnisation devrait également être accompagné d'une réglementation et d'une surveillance importante pour éviter les abus, tout comme pour les autres intermédiaires financiers. Cette

surveillance additionnelle aura aussi un coût non négligeable, d'autant plus que le nombre d'entités à surveiller serait plus important que le nombre de banques ou d'assureurs.

Compte tenu de ce qui précède, nous sommes donc d'avis que la création d'un mécanisme d'indemnisation couvrant le risque de fraude (quelle que soit sa forme) n'est pas la solution, car cela inciterait les gestionnaires à prendre davantage de risques, en plus de déresponsabiliser l'investisseur qui prend des risques consciemment, et qu'il serait de toute façon très difficile de faire une tarification adéquate d'un mécanisme couvrant la fraude. De plus, comme nous le mentionnerons plus loin, il existe d'autres moyens de gérer le risque qui sont à la fois simples et moins coûteux.

Il est donc essentiel d'éviter de retenir l'idée d'un mécanisme d'indemnisation sur la seule base qu'il pourrait permettre de se prémunir contre le risque de fraude. De plus, il est serait dangereux d'accepter le principe d'un mécanisme d'indemnisation, sans d'abord en définir les modalités précises de fonctionnement. Ces modalités influencent le coût du mécanisme et, donc, sa comparaison avec d'autres moyens de gestion du risque de fraude.

En terminant, bien qu'on ne le propose pas clairement, la création d'un mécanisme de protection contre la fraude aurait comme avantage de favoriser les petits fonds mutuels, en rassurant les investisseurs et en n'imposant pas de coût réglementaire plus important pour les petits fonds. Cependant, il faut réaliser qu'un mécanisme d'indemnisation ne ferait que transférer le risque de fraude des petits fonds (qu'on semble percevoir comme plus importants en ce moment) aux fonds plus importants et à l'ensemble de la société. Le problème est que rien ne garantit que les cas de fraude ne surviendront que pour les petits fonds. L'expérience passée, et récente, témoigne d'ailleurs du contraire!

3.3) Agir dans l'intérim

La section 2 a fait ressortir que la possibilité de déviance puisait sa source dans l'intervalle entre deux dates de vérification du travail du gestionnaire et qu'il existait un délai de réaction suffisamment important. Aucun des mécanismes ex ante ou ex post n'intervient directement sur la source de la déviance. Comme il est impossible d'avoir une personne physique pour surveiller le gestionnaire en tout temps, la seule option pour le faire est d'avoir un mécanisme automatique. On peut penser à au moins deux types de mécanismes automatiques, soit un système de conformité automatisé et un système de limitation des pertes automatisé.

3.3.1) Système de conformité automatisé

Un système de conformité automatisé vise à s'assurer que les règles de transaction mises en place soient bien respectées. Il correspond donc à automatiser les règles de contrôle interne qui existent au sein de plusieurs entreprises, comme qui est autorisé à faire certaines transactions, le montant de ces transactions, etc. L'utilité d'un tel mécanisme est d'éliminer certains types de perte directement à la source, mais pas tous les types.

Il faut mentionner que de tels systèmes existent déjà au sein de certaines institutions financières, tant au Canada qu'aux États-Unis, notamment celles qui ont plusieurs gestionnaires de fonds. Dans un premier temps, il serait utile d'encourager, voire d'obliger tous les fonds communs de placement à se doter d'un mécanisme de conformité automatisé.

Le niveau de complexité du système demeure à débattre, mais il faudrait au moins s'assurer que les politiques de placement qui sont énoncées dans le prospectus du fonds soient respectées. Évidemment, cela suppose que ces règles soient claires et suffisamment précises dans le prospectus, ce qui est loin d'être le cas dans la réalité.

Évidemment, on doit aussi se demander si ce système devrait être interne ou externe au fonds commun de placement. Si le système est interne, alors il subsiste une possibilité de le

manipuler. Une solution à ce problème serait d'imposer un système externe commun à tous les fonds. Par contre, il n'est peut-être pas optimal que le système soit externe, bien que cela mérite d'être étudié davantage. En effet, les différences organisationnelles d'une institution à l'autre nécessiteraient beaucoup de souplesse de la part d'un système externe, ce qui pourrait s'avérer trop coûteux. De plus, comme on ne peut tout prévoir comme règle de fonctionnement, il est possible que des situations non prévues causent des dommages importants, malgré le système de conformité automatisé, qu'il soit interne ou externe. Le deuxième mécanisme présenté à la section suivante s'adresse directement à cette possibilité.

3.3.2) Système de limitation des pertes automatisé

Lorsqu'on ne peut prévoir à l'avance ce qui causera une perte, il nous reste malgré tout la possibilité de réduire l'exposition au risque en limitant la perte maximale. Un système de limitation des pertes agit comme un disjoncteur lorsque l'intensité du courant est trop grande.

Un tel mécanisme a été institué sur les marchés financiers à la suite du krach de 1987. Depuis ce temps, lorsque les variations sur les prix d'un titre ou du marché sont trop grandes pour un intervalle de temps donné, les transactions sont suspendues.

Il est possible de mettre en place un système équivalent qui serait basé sur les variations de la valeur des fonds communs de placement. Ce système n'élimine pas la possibilité d'une perte, mais il permet de fixer un montant de perte maximal et d'éviter que celui-ci ne soit dépassé en raison d'un délai de réaction trop lent. Dans les suggestions de solutions que nous proposons à la section 5, nous développons cette idée avec plus de détails sur la façon d'opérationnaliser un système de limitation des pertes automatisé.

4) Analyse des besoins de protection des épargnants

Dans l'analyse des besoins de protection des épargnants, il faut garder à l'esprit certains éléments qui caractérisent l'ensemble des épargnants. Premièrement, la décision de prise de risque est volontaire. Cela signifie qu'il s'agit d'abord d'un choix et que nul n'est forcé de le faire. Ensuite, le niveau d'exposition aux différents risques (y compris la fraude) varie d'un individu à l'autre selon les choix qu'il a fait. Et finalement, le niveau de tolérance au risque diffère également d'une personne à l'autre, ce qui affecte non seulement le choix des véhicules de placement, mais aussi le choix des moyens pour gérer les différents risques qui y sont rattachés.

Les besoins de protection sont donc très différents d'un épargnant à un autre. De plus, le problème est exacerbé par le fait qu'un fonds commun de placement ne constitue pas une classe d'actifs et que son niveau de risque est dépendant des titres qui le composent. En ce sens, il serait légitime de penser à adapter la protection au niveau de risque selon les actifs qui composent un portefeuille. Dans le cas de Norbourg, il est en effet assez troublant que des personnes ayant investi dans des fonds monétaires aient tout perdu¹⁹, alors qu'un tel fonds est généralement composé de titres sans risque (i.e. des obligations du gouvernement). Cependant, même si un actif semble peu risqué en soit, par exemple une obligation, il est possible de construire des stratégies de portefeuille d'obligations beaucoup plus risquées (au niveau du rendement). Cela signifie qu'il faudrait, non seulement considérer les actifs détenus, mais aussi les stratégies de gestion, dans la mesure où elles sont effectivement suivies par le gestionnaire. Dans ce contexte, il nous semble que lier la protection au type d'actifs d'un portefeuille ne soit pas un objectif réaliste.

Ces observations impliquent que les solutions proposées doivent avoir les trois caractéristiques suivantes. Premièrement, la protection doit être flexible et variable selon l'investisseur. Deuxièmement, la possibilité de perte importante doit être maintenue. L'investisseur fait des choix risqués consciemment

¹⁹ Cependant, du point de vue du fraudeur, les fonds monétaires et obligataires peuvent être perçus comme plus faciles à utiliser pour détourner des fonds, simplement parce qu'il y a généralement moins de titres dans ces portefeuilles et que leur valeur individuelle est plus importante. Il y a aussi moins de transactions à effectuer pour vider un fonds, par opposition à un portefeuille d'actions.

et doit les assumer, d'autant plus qu'il existe suffisamment de placements sécuritaires sur les marchés. Et troisièmement, l'investisseur doit avoir le choix de sa protection compte tenu de son niveau d'exposition aux différents risques.

Il faut aussi considérer que la détention d'une part d'un fonds commun de placement s'inscrit souvent dans un portefeuille plus global constitué d'autres types de placement. Dans le débat actuel, un des dangers est d'ailleurs de présumer que tous les investisseurs n'ont que des fonds communs de placement.

Ces dernières considérations sont importantes pour établir l'objectif poursuivi par un système de protection des risques. Par exemple, veut-on éliminer la possibilité de tout perdre? Dans un seul placement ou dans un portefeuille global? Ou veut-on plutôt garantir une valeur minimale, soit au portefeuille global ou par fonds commun? De plus, il faut aussi se demander si l'on veut se protéger contre tous les risques qui peuvent faire perdre de la valeur au portefeuille, ou seulement contre des risques très précis comme la fraude ou le détournement de fonds.

À la section 2, nous avons vu que l'investissement dans un fonds commun de placement entraîne quatre risques différents. Le premier risque est celui de choisir un gestionnaire incompetent, soit parce qu'il sera moins bon que l'investisseur ou parce que sa gestion active ne fera pas aussi bien qu'une gestion passive (ou qu'un indice de référence qu'on peut répliquer à l'aide d'un fonds indiciel).

Le deuxième risque est celui que le gestionnaire ne respecte pas la stratégie de gestion annoncée, souvent en modifiant le risque du portefeuille en cours de route. Il est utile de noter que si le gestionnaire gagne son pari, l'investisseur en bénéficie également. Autrement dit, le partage des bénéfices demeure symétrique entre le gestionnaire et l'investisseur, que ce soit à la hausse ou à la baisse.

Le troisième risque est celui que le gestionnaire s'approprie les fonds de l'investisseur, en tout ou en partie, contre le gré de l'investisseur. Il s'agit ici d'un acte illégal qui correspond à un détournement de fonds, ce qui constitue une fraude.

Finalement, le dernier risque créé est celui que le fiduciaire n'effectue pas la surveillance de façon adéquate. Cela peut résulter d'un manque de moyens à la disposition du fiduciaire, de son incompétence ou d'un conflit d'intérêt liant le gestionnaire et le fiduciaire.

On met beaucoup d'attention sur la protection contre la fraude possible du gestionnaire, mais la modification du niveau de risque du fonds (même temporaire) mérite également une protection, d'autant plus que les conséquences peuvent être exactement les mêmes et que ce risque se matérialise probablement plus souvent que celui de la fraude.

À tout cela s'ajoute l'attitude des investisseurs eux-mêmes quant aux efforts qu'ils sont prêts à mettre pour minimiser ces risques. À cet égard, le plus grand défi, en matière d'information et d'éducation des investisseurs, est probablement d'arriver à protéger les investisseurs qui décident plus ou moins consciemment de ne se poser aucune question quant à la gestion réelle de leurs placements. Ces investisseurs, qui se contentent de seulement lire leur état de compte sans chercher à savoir comment les rendements ont été obtenus, ni même quels risques ils prennent réellement, sont certainement les plus vulnérables à l'ensemble des risques que nous avons décrits jusqu'à maintenant. Notre objectif est donc aussi de chercher à protéger ces investisseurs contre eux-mêmes!

Cela est d'autant plus vrai pour le risque de fraude qui n'est pas perçu de la même façon par tous les investisseurs et dont l'effet n'est pas le même pour tous. Il est davantage important pour les investisseurs dont les placements sont concentrés auprès d'un même gestionnaire, soit en raison d'actifs peu importants, soit par confiance aveugle, méritée ou pas! L'important est donc de s'assurer que les niveaux de risque soient bien balisés à l'avance et qu'on mette en place des mécanismes pour s'assurer qu'ils soient respectés et pour limiter les dégâts si nécessaire.

5) Analyse intégrée d'un système de protection

La plupart des mécanismes présentés à la section 3 sont généralement analysés de façon individuelle, ce qui empêche de bien comprendre le rôle complémentaire que chacun joue dans le système de

protection des épargnants. L'objectif de cette section est d'analyser le système de protection dans son ensemble, afin de proposer des solutions qui tiennent compte de l'ensemble des outils à notre disposition. Nous préciserons d'abord les liens entre les différents mécanismes pour en faire ressortir un ordre d'intervention. Les solutions seront ensuite présentées selon le niveau de protection désiré, puis selon le type de risque. Notre analyse fera ressortir qu'il y a un éventail de solutions possibles sans qu'il soit nécessaire d'imposer une solution unique à tous les investisseurs.

5.1) Ordre d'intervention des différents mécanismes

En l'absence de toute réglementation, les coûts liés à la fraude sont élevés et les épargnants n'ont aucun recours autre que légal. Dans ce contexte, nous choisissons donc collectivement de sacrifier un peu de notre rendement pour se protéger contre le risque de fraude. Globalement, le système de réglementation, de même que tous les mécanismes mis en place pour favoriser l'efficacité des marchés, constituent notre système de protection des épargnants.

Comme on ne peut éliminer les risques complètement, on ne peut que chercher à réduire le coût de cette protection. Pour ce faire, on peut agir sur deux dimensions. La première concerne la probabilité que le risque de « déviance » survienne et la deuxième concerne le montant de la perte. Dans notre système, certains mécanismes ont donc pour but de diminuer la probabilité de perte alors que d'autres ont pour but de limiter le montant de la perte.

Dans le cadre d'analyse que nous avons développé dans ce mémoire, les mécanismes qui interviennent ex ante ont comme objectif de réduire la probabilité de perte alors que les mécanismes qui interviennent dans l'intérim servent à limiter le montant de la perte.

Comme il est impossible d'éliminer toute perte, il demeure un risque résiduel qu'on peut gérer à l'aide de trois mécanismes qui ne sont pas forcément mutuellement exclusifs.

Le premier est le système judiciaire qui offre une protection contre le non-respect des contrats. Les conséquences de la fraude (et à la limite une modification importante du risque ou de la stratégie

annoncée) peuvent donc être indemnisées par l'entremise du système judiciaire. Cependant, cette indemnisation ne surviendra que si les actifs du fautif sont suffisants pour couvrir la perte ainsi que les frais judiciaires encourus pour récupérer la perte. Dans le cas contraire, l'investisseur assume le risque résiduel qui demeure si l'actif du fautif est insuffisant, i.e. la différence entre la perte (incluant les frais de récupération) et les actifs du fautif.

Le deuxième mécanisme est la diversification effectuée par l'investisseur. Avec ce mécanisme, il n'est pas certain qu'on devra assumer une perte, mais si elle survient, alors son effet sera limité au placement en cause. Ce mécanisme n'entraîne un coût que si une perte survient, et ce coût sera variable avec une limite maximale. Avec la diversification, la perte est répartie entre les investisseurs ex post.

Le troisième mécanisme est un fonds de garantie, ou un mécanisme d'assurance. Avec ce mécanisme, une perte certaine (la prime) survient, peu importe qu'il y ait une perte ou non, en échange du remboursement de la perte si elle survient. Ce coût est généralement certain pour l'investisseur, et ne varie pas selon la perte encourue, quoiqu'il puisse augmenter si le montant à rembourser est supérieur aux actifs du fonds de garantie. Avec un mécanisme d'assurance, la perte est répartie entre les investisseurs ex ante.

Il est utile de rappeler qu'un mécanisme d'indemnisation repose justement sur le principe de diversification des risques. Un tel mécanisme est pertinent quand individus ne peuvent effectuer cette diversification eux-mêmes. C'est le cas, par exemple, pour la perte d'une maison où peu de gens possèdent suffisamment de maisons différentes pour diversifier le risque d'incendie. Dans le domaine des placements, la diversification est à la portée de tous et à un coût relativement faible. C'est d'ailleurs pour cette raison que tant de personnes utilisent des fonds communs de placement pour détenir des portefeuilles diversifiés.

5.2) Solutions par niveau de protection

Le risque de « déviance », et particulièrement le risque de fraude, peut avoir des conséquences très importantes pour un investisseur. En effet, bien que la probabilité que la fraude survienne soit assez faible, il est possible qu'elle mène à la perte totale des actifs. Il est important de noter que les actifs d'un investisseur sont constitués de ses placements non seulement en valeurs mobilières, mais aussi immobilières (ses résidences), de même que la valeur d'un régime de retraite provenant d'un employeur. L'analyse de l'effet des risques devrait donc s'effectuer au niveau de ce portefeuille global détenu par l'investisseur. En matière de niveau de protection de ses actifs, un investisseur est préoccupé par deux types de protection. Le premier est d'assurer que la valeur de ses actifs sera toujours positive, i.e. qu'il soit impossible de tout perdre en même temps. Le deuxième est d'assurer que la valeur des actifs ait une valeur minimale en tout temps.

5.2.1) Garantie d'une valeur positive

Dans la mesure où les risques de perte dans les différents types de placement ne sont pas parfaitement corrélés, i.e. que la perte ne surviendra pas en même temps pour tous les placements, la diversification des types de placement est la façon la plus simple et efficace de garantir une valeur positive. La diversification des firmes de gestion est aussi conseillée pour se prémunir de tout perdre en raison d'une fraude.

La possibilité de tout perdre est davantage importante pour les investisseurs dont les placements sont concentrés auprès d'un même gestionnaire, soit en raison d'actifs peu importants, soit par confiance aveugle, méritée ou pas!

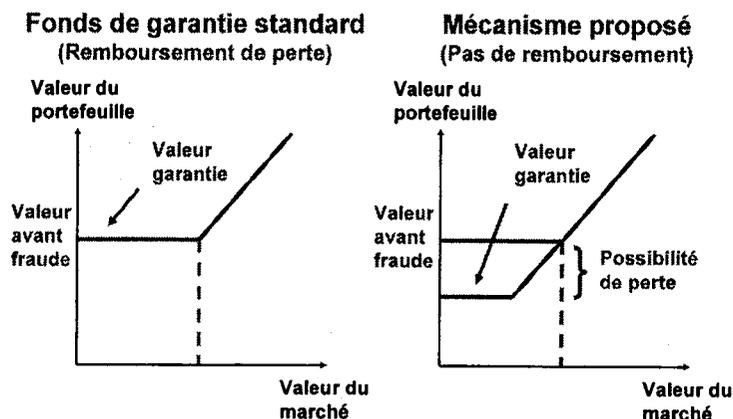
C'est pour éliminer les conséquences liées à cette possibilité de tout perdre que plusieurs intervenants proposent la mise en place d'un mécanisme d'indemnisation. Nous avons déjà mentionné les réserves que nous avons quant à la mise en place d'un tel mécanisme, même s'il permettrait effectivement de résoudre le problème.

Comme un mécanisme d'indemnisation bénéficierait surtout aux investisseurs dont les placements sont non diversifiés, nous pensons qu'il est possible de gérer le risque de fraude autrement. En effet, au lieu de proposer l'indemnisation d'une perte liée à la fraude, nous proposons la mise en place de fonds dotés d'un mécanisme automatique de limitation des pertes. Il ne s'agirait pas d'imposer ce mécanisme de limitation à tous les fonds, mais bien de créer une nouvelle catégorie de fonds (qu'on pourrait appeler « accrédités »), dont l'offre et l'adhésion serait **facultative**.

Dans cette catégorie de fonds accrédités, le gestionnaire devrait respecter un certain nombre de règles sous peine de révocation automatique de son mandat de gestion. L'objectif de ces fonds serait de procurer une garantie de valeur minimale (donc positive) aux investisseurs, en créant un mécanisme similaire au système de disjoncteurs mis en place dans les marchés boursiers à la suite du krach de 1987.

Ce mécanisme ne promettait **pas de rembourser** la perte subie, mais assurerait à l'investisseur, qui n'a pas l'information adéquate pour suivre les décisions du gestionnaire, de prévenir la disparition entière de son patrimoine, en **limitant** la perte de façon automatique. L'objectif en est donc un de protection partielle du capital, peu importe la source de la perte, que ce soit de la fraude, de la malchance ou de l'incompétence. Il s'agit donc d'agir dans l'intérêt en créant un système automatique de limitation des pertes. La Figure 1 compare graphiquement l'effet d'un fonds de garantie « standard » et celui du mécanisme proposé.

Figure 1



Une description plus précise du fonctionnement d'un tel type de fonds, de même qu'une analyse des principaux avantages et inconvénients, sont présentées à l'annexe 1.

Il faut souligner que cette proposition n'est, évidemment, qu'une ébauche embryonnaire à ce stade-ci. Elle devra faire l'objet d'une analyse approfondie pour en valider les mérites. C'est pourquoi il s'agit davantage d'une avenue de solution pour l'instant.

Notre intérêt était surtout de démontrer qu'il est possible de concevoir un mécanisme simple et peu coûteux, qui aurait l'avantage d'agir directement sur la source du problème, soit la possibilité de « déviance » entre deux dates de vérification. Cet avantage n'est pas négligeable dans la mesure où aucune des solutions proposées dans le document de consultation ne permettrait d'atteindre le même objectif.

5.2.2) Garantie d'une valeur minimale

La garantie offerte à la section précédente est un cas particulier d'une garantie minimale à la différence que la valeur minimale du portefeuille n'était pas explicitement définie. Il est possible de construire des stratégies de gestion qui assurent des valeurs minimales plus précises. Notre objectif n'est pas d'énumérer toutes options qui s'offrent aux

investisseurs, mais de rappeler qu'elles sont multiples et facilement accessibles à tous les investisseurs.

Parmi les approches qu'on peut adopter, il y a celle qui assure une valeur minimale du portefeuille dans son ensemble et celle qui assure une valeur minimale par type d'investissement. La première approche consiste souvent à choisir une répartition par classe d'actif, par exemple en actions et en obligations sans risque (i.e. gouvernementales), qui assurera une valeur minimale en proportion du portefeuille investie en obligations.

La deuxième approche consiste à choisir des produits financiers qui sont pourvus d'une garantie de valeur minimale. Par exemple, il existe une multitude de produits dont le capital est « garanti », ce qui signifie généralement que la valeur de l'investissement ne peut descendre sous son niveau initial.

Il est important de noter qu'une stratégie visant à assurer une valeur minimale doit être dynamique dans le temps, i.e. qu'elle doit ajustée de façon périodique. Cela est important pour assurer que le niveau relatif de la protection soit toujours semblable. Par exemple, un placement de 1000\$ dont le capital est garanti offre une protection relative de moins en moins importante au fur et à mesure que le placement prend de la valeur. Ainsi, un placement dont la valeur aurait pu doubler en dix ans offrirait une protection de 50% de sa valeur, même si 100% de l'investissement initial est garanti. Nous croyons que l'investisseur doit en être conscient et, si nécessaire, modifier ses placements pour mettre à jour ses protections de capital.

Dans le cas particulier où un investisseur n'aurait qu'un seul placement, et dans un seul fonds commun, alors la proposition à la section précédente d'une catégorie de fonds pourvus d'un mécanisme automatique de limitation des pertes aurait aussi pour effet de garantir une valeur minimale.

5.3) Solutions par type de risque

Dans cette section, nous tenterons d'identifier différentes solutions que l'on peut apporter aux quatre risques spécifiques à la délégation de gestion. Le Tableau 3 résume les mécanismes qui peuvent intervenir dans la gestion de ces risques.

Tableau 3
Résumé des mécanismes par type de risque

Mécanismes	Choix du gestionnaire	Non-respect du contrat	Expropriation	Fiduciaire inadéquat
Ex ante				
Diversification (firme de gestion)	X	X	X	X
Meilleure information	X	X	X	X
Réglementation, sanctions et rémunération		X	X	X
Intérim				
Contrôle automatisé		X	X	X
Limitation automatique des pertes		X	X	X
Ex post				
Système judiciaire		X	X	X
Mécanisme d'indemnisation			X	X

5.3.1) Choix du gestionnaire

Il n'est pas facile de juger de la compétence d'un gestionnaire. Pour gérer le risque de tomber sur un gestionnaire incompetent, le plus simple est de diversifier le risque en optant pour des fonds de firmes de gestion différentes. Cela ne garantit pas que les gestionnaires seront forcément meilleurs, mais la perte due à un gestionnaire moins bon s'en trouve limitée. Le choix d'un gestionnaire repose sur l'information qui est disponible à l'investisseur. Même s'il est difficile d'apprécier les talents d'un gestionnaire, voire de comparer un gestionnaire à un autre, un choix éclairé implique que l'information soit comparable d'un gestionnaire à l'autre et que cette information soit également pertinente et exacte.

À notre connaissance, il existe peu de réglementation pour assurer une qualité minimale à l'information disponible pour les investisseurs. De même, les informations sur les stratégies suivies par les gestionnaires sont trop souvent décrites en des termes suffisamment vagues pour qu'on ne puisse pas déduire beaucoup d'information utile. Il y aurait certainement lieu d'établir des standards sur l'information minimale à fournir et aussi sur la présentation de cette information. Les autres mécanismes ne jouent aucun rôle pour aider à gérer le risque de choisir un mauvais gestionnaire.

5.3.2) Non-respect du contrat

Le risque de non-respect du contrat fait essentiellement référence au fait que le gestionnaire a la possibilité de modifier, en cours de route, la stratégie de gestion annoncée au départ. Par exemple, un gestionnaire dont la performance est moins bonne au cours des premiers mois pourrait être tenté de prendre davantage de risque par la suite dans l'espoir d'atteindre un meilleur rendement annuel. Évidemment, il est possible qu'après coup, le rendement réalisé soit effectivement supérieur, et l'investisseur en bénéficie. Cette modification de la stratégie n'est pas forcément illégale, mais ne respecte pas non plus le contrat plus ou moins implicite qui a été signé au départ. À cet égard, il serait important que les objectifs et les stratégies de placement de chaque fonds commun soit beaucoup plus précis, pour que les investisseurs soient davantage conscients des risques qu'ils assument.

Ce risque de non-respect du contrat ne peut être éliminé. Par contre, il peut être réduit de multiples façons. Encore une fois, la diversification permet d'en limiter les conséquences. Le renforcement des autres mécanismes qui interviennent ex ante aura aussi pour effet de réduire la probabilité de ce risque. À ce sujet, des vérifications plus fréquentes, voire non annoncées, par le fiduciaire que le gestionnaire respecte effectivement sa stratégie, pourraient permettre de réagir plus promptement.

La proposition de fonds dotés d'un mécanisme automatique de limitation des pertes, ou simplement l'instauration d'un système de contrôle interne automatisé, permettrait également de limiter le risque de non-respect du contrat. Le système judiciaire, quant à lui, permet aux investisseurs d'être indemnisés en cas de faute.

5.3.3) Expropriation de l'investisseur

Ce risque qui consiste à un détournement de fonds ne peut être complètement éliminé. Comme nous l'avons vu tout au long de ce mémoire, l'ensemble des mécanismes présentés peut et doit être mis à contribution pour gérer ce risque, que ce soit pour en réduire la probabilité, en limiter la perte ou gérer le risque résiduel.

5.3.4) Surveillance inadéquate du fiduciaire

Nous avons vu que le risque que le fiduciaire n'effectue pas la surveillance de façon adéquate peut être attribuable à un manque de moyen, à de l'incompétence ou à un conflit d'intérêt.

On peut éliminer le conflit d'intérêt en rendant le fiduciaire complètement indépendant du gestionnaire. On peut gérer le risque lié à l'incompétence en exigeant des qualifications minimales pour être fiduciaire, dans le cas des comités d'examen indépendants, ou en s'assurant que les sociétés de fiducie suivent effectivement les règles de l'art dans leur domaine d'expertise. Pour ce qui est des moyens, on pourrait faire en sorte que la source de l'information disponible au fiduciaire ne soit pas l'entité observée, i.e. le gestionnaire, mais le gardien des valeurs. L'objectif serait d'empêcher le gestionnaire de manipuler l'information qui pourrait permettre au fiduciaire de détecter des problèmes. Cet accès aux livres du gardien des valeurs devrait être possible en tout temps.

Les autres mécanismes présentés dans ce mémoire contribuent également à réduire le risque d'une surveillance inadéquate du fiduciaire. En effet, en réduisant la probabilité qu'un problème ne survienne, on réduit d'autant le risque qu'il ne soit pas détecté.

5.4) Synthèse

L'objectif de la section 5 était de faire ressortir que l'analyse d'un système de protection des épargnants est un exercice complexe et que certaines mises en garde sont de mise. Entre autres, il ne faut pas faire l'erreur d'analyser chacun des mécanismes de protection de façon isolée, comme s'ils étaient indépendants les uns des autres. Il faut avoir une vision globale de l'ensemble des outils dont on dispose et comprendre le rôle que chacun joue. Aucun de ces mécanismes n'est un substitut pour un autre. La question n'est donc pas de savoir lesquels on doit favoriser, mais de s'assurer que chacun joue bien le rôle qu'on lui attribue. De façon générale, si le but est de diminuer le risque, le mécanisme doit être conçu de façon à ne pas créer un autre risque plus important en même temps.

Comme notre analyse l'a fait ressortir à la section 2, la source du problème réside dans la capacité du gestionnaire du fonds de « dévier » de son mandat entre deux dates de vérification. Nous avons également fait ressortir que le besoin de protection varie d'un investisseur à un autre. Cela implique que certains mécanismes peuvent s'appliquer à tous alors que d'autres peuvent être facultatifs. Nous pensons que le besoin d'agir ex ante pour réduire le risque de fraude, de même que le recours aux sanctions et au système judiciaire en cas de perte, est le même pour tous. Nous sommes donc en faveur d'un renforcement de ces mécanismes pour qu'ils puissent jouer pleinement leur rôle, tout en s'assurant qu'il n'y a pas de redondance et que ces mécanismes sont vraiment efficaces.

Toutefois, comme l'effet de la fraude sur l'investissement global de chaque épargnant n'est pas le même, nous pensons que les mécanismes visant à limiter les pertes, ou à les indemniser, peuvent être facultatifs. Notre analyse a d'ailleurs fait ressortir que les solutions sont multiples à cet égard.

Nous ne voulons pas minimiser l'importance du risque de fraude, ni ses conséquences bien réelles, mais il faut reconnaître que certaines conditions doivent être réunies pour qu'elle survienne. Il faut d'abord que le gain de la fraude soit plus élevé que la valeur présente des gains que l'on recevrait pendant plusieurs périodes sans frauder. Dans les faits, les bénéfices d'une relation d'affaires soutenue sont souvent plus importants que le gain immédiat d'une fraude. Il faut aussi réussir à frauder sans se faire prendre ou être en mesure de se cacher efficacement des personnes que l'on a fraudées. Le risque de fraude est donc bien réel, mais c'est loin d'être un phénomène généralisé. Il s'agit d'un événement avec une très faible probabilité, mais avec un niveau de perte potentiellement très important lorsqu'il survient.

Nous avons vu qu'au fond, les histoires d'horreur de personnes ayant tout perdu auraient pu être évitées simplement en faisant affaires avec plusieurs compagnies de gestion. Non pas qu'il aurait été possible d'éviter de tout perdre dans un fonds commun de placement, mais la perte aurait été limitée à la portion du portefeuille investie dans ce fonds.

Cela signifie qu'il faut améliorer l'éducation des investisseurs en matière de stratégies de gestion des risques. Ce qu'il faut, c'est surtout donner les outils aux investisseurs pour reconnaître les objectifs qu'ils souhaitent vraiment atteindre et leur expliquer comment y parvenir. Les principes de base pour se prémunir contre la plupart des risques relèvent souvent du gros bon sens, notamment en ce qui a trait à la diversification des risques. On peut certainement améliorer la qualité des conseils et de l'information disponible aux investisseurs, et on doit le faire, mais il sera toujours difficile de protéger les gens qui, consciemment, décident de se désintéresser complètement de la gestion de leurs finances. Il y aurait peut-être lieu de demander aux investisseurs de **confirmer par écrit** qu'ils sont conscients des risques dont ils se désintéressent. Le conseiller en placement pourrait aussi **certifier** que le portefeuille de son client est correctement diversifié.

Il est aussi important d'insister sur l'âge des investisseurs dans le choix des stratégies de gestion des risques. Les conséquences de tout perdre sont plus importantes lorsqu'on avance en âge,

puisque la capacité de générer des revenus par d'autres sources de revenus est souvent réduite, voire nulle. À ce stade, la minimisation des risques devrait être plus importante que la maximisation des rendements. On doit donc modifier la stratégie de placement avec l'âge, mais aussi la vigilance dans le mode de délégation.

En fait, notre plus grand défi est d'arriver à protéger l'investisseur contre lui-même, surtout dans le cas où son niveau de connaissances le rend vulnérable. L'AMF peut et doit jouer un rôle dans la coordination des efforts pour offrir une meilleure éducation en matière d'investissement. Le système d'éducation devrait aussi être mis à contribution.

6) Conclusions et recommandations

Notre analyse nous a permis d'identifier que le fond du problème est lié à la délégation de la gestion et que celle-ci a un coût qu'on ne peut complètement éliminer. En effet, l'agent de l'investisseur (le gestionnaire du fonds commun de placement) a la possibilité de « dévier » du mandat qui lui est confié par l'investisseur, simplement parce que l'information sur ses activités n'est pas disponible entre deux dates de vérification par le fiduciaire du fonds (dont le rôle est de veiller aux intérêts des investisseurs). Ce qui manque à l'investisseur et au fiduciaire, c'est la possibilité d'intervenir suffisamment rapidement pour éviter des pertes importantes, qu'elles soient attribuables à de l'incompétence, de la malchance ou des activités frauduleuses.

Comme on ne peut éliminer complètement les risques liés à la délégation de pouvoirs, il faut donc chercher à en minimiser les coûts. On peut y parvenir en réduisant la probabilité de survenance de ces risques et en limitant le montant de la perte. Il faut ensuite gérer le risque résiduel, i.e. la partie qu'on ne peut éliminer.

Il y a plusieurs façons de gérer ce risque résiduel et cela dépend du besoin de protection de chacun. Ce besoin étant différent pour tous, il n'y a donc pas de solution unique, mais bien un ensemble de

solutions que chacun doit être libre de choisir. Parmi les différents moyens de protection, il faut choisir celui qui coûte le moins cher, et ce n'est pas forcément un fonds de garantie.

Les solutions vont de la diversification à la création de fonds pourvus d'un système automatique de limitation des pertes, en passant par un renforcement de la réglementation et une amélioration de l'information disponible.

Finalement, nous pensons qu'il est important de faire en sorte que les investisseurs soient conscients des risques qu'ils prennent, et que cela vaut peu importe la taille du patrimoine de l'investisseur. Déresponsabiliser l'investisseur pour ses erreurs de jugement n'est pas une solution, d'autant plus qu'il existe suffisamment de véhicules de placement sécuritaires, bien que généralement moins payants. Il faut aussi rappeler que la protection de choix risqués n'est pas un droit. L'inconscience d'investisseurs mal avisés peut cependant avoir des conséquences sociales importantes. À ce titre, il serait utile de mieux informer les épargnants sur les risques réels qu'ils assument lorsqu'ils délèguent la gestion de leurs actifs.

Notre analyse nous amène à faire les recommandations suivantes :

- 1) Il faut renforcer les mécanismes de protection qui agissent ex ante pour qu'ils puissent jouer leur rôle. Pour ce faire, on doit éviter les redondances et s'assurer de l'efficacité de chaque mécanisme.
 - 1a) La séparation des rôles constitue une condition nécessaire, mais non suffisante pour éliminer le problème à la source.
 - 1b) Il faut revoir la pertinence de déléguer la surveillance à des organismes d'autoréglementation.
 - 1c) Il faut revoir la pertinence d'avoir deux entités qui jouent partiellement le rôle de fiduciaire (société de fiducie et comité indépendant) et s'assurer de l'homogénéité du rôle de fiduciaire d'un fonds commun à l'autre.
 - 1d) Il faut augmenter les sanctions minimales, tant monétaires que carcérales.

- 1e) Il faut améliorer la qualité et la pertinence de l'information transmise aux investisseurs, notamment quant à la précision des objectifs et des stratégies de placement de chaque fonds. Il faut aussi contribuer à augmenter la capacité des investisseurs d'analyser correctement l'information disponible.
- 1f) Il faut informer les investisseurs des meilleures stratégies de gestion des risques selon leur besoin de protection, i.e. les risques qui les préoccupent, notamment en faisant valoir davantage les mérites de la diversification des firmes de gestion à qui l'argent est confié. De façon concrète, on pourrait exiger que les investisseurs **confirment** être d'accord avec l'exposition retenue aux différents risques, de même qu'avec la stratégie de gestion de ces risques. Le conseiller en placement pourrait aussi **certifier** que les stratégies retenues sont pertinentes et que le portefeuille de l'investisseur est suffisamment diversifié.
- 2) Il faut éviter de proposer un mécanisme d'indemnisation sans s'assurer que c'est le moyen le moins coûteux (et surtout viable à long terme) parmi l'ensemble des moyens disponibles. Il ne faut surtout pas décider du principe d'en créer un et d'ensuite se demander quelles en seront les modalités de fonctionnement. On ne peut dissocier la décision de créer un fonds de garantie du coût de sa mise en oeuvre. Cela est d'autant plus important que la fraude (ou un risque intentionnel) est potentiellement incompatible avec la viabilité d'un fonds de garantie.
- 3) Les solutions proposées doivent maintenir la possibilité de perte qui résulte d'une prise de risque volontaire. La fraude fait partie des risques que l'on assume et il existe d'ailleurs suffisamment de types de placement peu risqués à cet égard.
- 4) Les solutions proposées doivent préserver la possibilité de choisir le niveau de protection correspondant à notre niveau de tolérance au risque et aux types de placement de chaque investisseur.
- 5) Il faut étudier la possibilité de créer une catégorie de fonds commun de placement pourvus d'un mécanisme automatique de limitation des pertes.

Annexe 1

Présentation d'un fonds commun assorti d'un mécanisme automatique de limitation des pertes

A) Règles de fonctionnement

- Le mécanisme est basé sur les variations quotidiennes de la valeur d'un portefeuille.
- Le fiduciaire du fonds a accès au suivi quotidien des positions, de même qu'aux transactions effectuées par le gestionnaire.
- Lorsque la valeur du portefeuille diminue d'un certain pourcentage (à déterminer bien sûr!) pendant une journée, une semaine ou un mois, son mandat de gestion est révoqué de façon automatique. On pourrait aussi limiter la taille des transferts (et le lieu des transferts et/ou les classe d'actifs admissibles) qu'un gestionnaire peut effectuer au cours d'une certaine période. Ce mécanisme est l'équivalent de la création d'une assurance de portefeuille synthétique.

Note : Il n'est pas opportun à ce moment-ci de déterminer quelles pourraient être les variations autorisées. Cependant, il n'est pas nécessairement requis que ces limites soient trop contraignantes²⁰, mais seulement d'éviter que des fraudes ou de l'incompétence puisse faire perdre une valeur trop importante au portefeuille. À notre avis, il est important de préserver la possibilité de perdre une somme importante pour que les investisseurs soient bien conscients des risques qu'ils prennent.

- Lors de la révocation du mandat, la valeur du fonds est « gelée » en couvrant le portefeuille à l'aide de contrats à terme le temps que l'investisseur refasse des choix. Les fonds pourraient également être transférés dans un fonds indiciel de la même nature que les actifs sous gestion ou dans un fonds monétaire. Par contre, les frais de transactions de cette deuxième option seraient plus importants et pourraient aussi influencer le prix des actifs si le fonds est suffisamment important.

²⁰ Par exemple, le mécanisme pourrait n'être déclenché que si la perte est supérieure à 25% ou 30%.

- Suite à la révocation automatique du gestionnaire, le fiduciaire et/ou le conseil d'administration (s'il y a lieu) a le mandat de trouver un nouveau gestionnaire.
- Le fiduciaire est le seul à avoir accès aux variations quotidiennes. Autrement dit, cette information n'est pas rendue publique. L'objectif est d'éviter d'enlever toute valeur à la gestion active en permettant à n'importe qui de répliquer les stratégies d'un autre gestionnaire.
- Il serait probablement plus simple de concentrer le rôle de fiduciaire au sein d'un organisme unique, qui pourrait être indépendant de l'AMF ou pas, pour assurer une uniformité dans l'exercice de ce rôle. Il est à noter que l'AMF joue déjà le rôle de fiduciaire unique pour les épargnants auprès des assureurs, des institutions de dépôts et des fiducies.

B) Analyse sommaire des avantages et inconvénients du mécanisme proposé

Avantages (présentés sans ordre d'importance) :

- Il préserve le choix de maintenir le statu quo pour les investisseurs qui ne ressentent pas le besoin d'une protection supplémentaire.
- Il permet d'offrir une protection supplémentaire aux épargnants plus « frileux » ou ceux dont les actifs sont moins importants (i.e. les « petits » investisseurs).
- Il préserve les conséquences de la prise de risque par les investisseurs. Il existe suffisamment d'autres actifs moins risqués dans les marchés actuels.
- Il élimine la possibilité de « déviance » du gestionnaire entre deux dates de vérification de la part du fiduciaire.
- Il réplique en partie les effets d'un mécanisme d'indemnisation complexe, sans pour autant empêcher sa création s'il était avantageux de le faire²¹.
- Il permet aux gestionnaires de conserver beaucoup de flexibilité dans le choix des stratégies de placement, même au niveau d'un fonds accrédité.

²¹ En limitant la perte maximale, la tarification du mécanisme d'indemnisation serait plus facile en plus de limiter les coûts.

- Il assure une homogénéité des pratiques du fiduciaire, puisqu'il n'y aurait qu'un seul organisme.
- Il élimine tout lien contractuel entre le fiduciaire et toute autre entité liée au fonds et/ou au gestionnaire par l'indépendance totale du fiduciaire unique.
- Il élimine la possibilité de tout perdre à la suite d'une fraude. Cela ne signifie pas que les pertes ne peuvent pas être importantes.
- Il élimine les pertes supplémentaires attribuables au délai d'enquête nécessaire pour vérifier et démontrer l'existence d'une fraude.
- Il élimine le souci de juger rapidement si la mauvaise performance du gestionnaire est de bonne foi ou si elle est attribuable à des manoeuvres frauduleuses.
- Il protège les actifs le temps de déterminer si des manoeuvres frauduleuses sont à l'origine des pertes importantes.
- Il permet de conserver un système de pénalités en cas de délit et de récupérer une partie des pertes selon les actifs disponibles du fautif.
- Il n'est pas incompatible avec la création d'un conseil d'administration indépendant des autres intervenants du fonds, mais la justification d'en créer un serait moins grande.
- Il évite d'avoir à définir ce qu'est un « petit » épargnant, tout en permettant aux « petits » épargnants de profiter d'une protection accrue contre les baisses subites importantes de la valeur de leur portefeuille.

Inconvénients :

- Les sociétés de fiducie vont voir leur rôle diminuer en partie, selon la proportion des investisseurs qui choisiront les fonds accrédités.

Il y a fort probablement d'autres inconvénients au mécanisme proposé. Cependant, nous n'avons pas le recul nécessaire pour bien les identifier.