

ARTICLE

L'APPROCHE ÉCONOMIQUE EN MATIÈRE DE MALHONNÊTÉTÉ ET DE RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE : LE CAS DES FRAUDES D'INVESTISSEMENT

par Guy BELLEMARE*
Yves TRUDEL**

Cet article utilise le cadre conceptuel développé en économie pour expliquer les comportements dits malhonnêtes et en minimiser leurs impacts. Ce canevas est appliqué concrètement aux cas des fraudes financières et à l'implantation de mécanismes visant à minimiser leur occurrence et leurs conséquences indésirables. Notre étude montre que si la réglementation s'avère un élément primordial pour réduire les coûts sociaux engendrés par les fraudes d'investissement, dans bien des cas, d'autres mécanismes sont également nécessaires. Ceci est appuyé par plusieurs recherches récentes qui tendent à démontrer que l'on peut prédire, moyennant la disponibilité d'informations minimales, les actes de fraude. Dans ce contexte, nous examinons la complémentarité de différents mécanismes de prévention, dont le cadre légal, pour prévenir les actes de fraude financière et, conséquemment, pour réduire les coûts sociaux qui y sont associés.

In this article, the writers refer to a conceptual framework developed in economics to explain dishonest behaviours and how to minimize their impact. This framework can be applied specifically to cases of financial fraud. Measures that can be implemented to reduce occurrences of financial misrepresentation and their undesirable consequences are also discussed. This study demonstrates that if regulation plays an important role in curtailing the social costs of investment fraud, other mechanisms should also be considered. This is supported by several recent studies which suggest that instances of various types of fraudulent action can be predicted by referring to generally available information. In this context, the writers consider various complementary preventive measures, in addition to the law, which could reduce the occurrence of financial fraud and thus minimize the social costs associated with it.

* . Professeur à la Faculté d'administration de l'Université de Sherbrooke, chercheur à la Chaire en Intégrité Financière CIBC et membre du Groupe de Recherche en Finance Appliquée.

** . Professeur à la Faculté d'administration de l'Université de Sherbrooke, chercheur à la Chaire en Intégrité Financière CIBC et membre du Groupe de Recherche en Finance Appliquée.

SOMMAIRE

Introduction	203
1. Traitement de la malhonnêteté en économique	205
1.1 L'approche néoclassique.....	205
1.2 L'approche comportementale.....	208
2. Circonscrire les coûts de la malhonnêteté	211
2.1 Le rôle de la réglementation.....	213
2.2 Les organismes d'auto réglementation	217
2.3 Divulgarion, transparence et prévision des actes frauduleux	219
2.4 L'indemnisation des victimes de fraude	222
3. Conclusion	225

*There's one way to find out if a man is honest
– ask him.*

If he says « yes », he is a crook.

Groucho Marx

Citation tirée du livre « The (honest) truth
about dishonesty » de Dan Ariely (2012)

Introduction

La théorie économique est principalement fondée sur l'hypothèse que les individus maximisent leur utilité. Cette maximisation peut s'effectuer en considérant l'effet de leur action sur les autres individus. Toutefois, la variation du bien-être des autres agents n'est pas tenue en compte directement dans leur fonction d'utilité. Ainsi, le bien-être des autres agents n'est considéré que dans la mesure où ceux-ci anticipent stratégiquement (théorie des jeux) la réaction des autres agents à leur propre action. Ceci implique que les individus peuvent agir de façon malhonnête, dans la mesure où ce comportement peut leur être bénéfique. Des événements récents dans le domaine financier nous rappellent trop bien la validité de cette hypothèse et la nécessité de bien comprendre les comportements qui en découlent de manière à pouvoir les circonscrire.

Le présent article a pour objet d'utiliser le cadre conceptuel développé en économie pour expliquer les comportements dits malhonnêtes et en minimiser leurs impacts. Ce canevas est par la suite appliqué concrètement aux cas des fraudes financières et à l'implantation de mécanismes visant à minimiser leur occurrence et leurs conséquences indésirables. Cet article propose donc des principes économiques pour baliser certains comportements et s'associe ainsi à la tendance croissante d'utilisation de théories économiques dans l'application du droit et de la juste allocation des ressources qui en découlerait¹.

1. Pour un recensement de l'utilisation des théories économiques en droit, voir: Jules COLEMAN, « Economics and the Law: A Critical Review of the Foundations of the Economic Approach to Law », (1984) 94 (4) *Ethics*, 649; Frank H. EASTERBROOK, Foreword: The Court And The Economic System,

La première section de ce document rend compte de concepts et d'outils d'analyse économique qui réfèrent explicitement ou implicitement à la malhonnêteté (théorie de l'agence, sélection adverse, risque moral) en utilisant les hypothèses classiques de cette discipline. Certaines nuances à ces hypothèses sont également proposées à la lumière des derniers développements provenant de l'approche dite comportementale. La deuxième section établit certains principes et suggère des mécanismes visant à minimiser et à circonscrire les pratiques malhonnêtes dans les cas de fraudes d'investissement². Ainsi, notre étude montre que si la réglementation s'avère un élément primordial pour réduire les coûts sociaux engendrés par les fraudes d'investissement, dans bien des cas, d'autres mécanismes sont également nécessaires. Ceci est particulièrement pertinent puisque plusieurs recherches récentes tendent à démontrer que, dans une certaine mesure, et moyennant la disponibilité d'informations minimales on peut prédire les actes de fraude. Dans ce contexte, nous examinons donc la complémentarité de différents mécanismes de prévention, dont fait partie la cadre normatif – et donc légal – pour prévenir les actes de fraudes financières et, du même coup, pour réduire les coûts sociaux qui y sont associés. La dernière section présente nos conclusions.

(1984) 98 (4) *Harvard Law Review*, 4; William M. LANDES et Richard A. POSNER, « The Influence of Economics on Law: A Quantitative Study », (1993) 36 (1) Part. 2 *Journal of Law & Economics*, 385; George STIGLER, « Law or Economics? », (1992) 35 (2) *Journal of Law & Economics*, 455; Joshua WRIGHT et Douglas GINSBURG, « Behavioral Law and Economics: Its Origins, Fatal Flaws, and Implications for Liberty », (2012), 106 (3) *Northwestern University Law Review*, 1033.

2. Pour une analyse des comportements malhonnêtes dans d'autres circonstances (corruption, inconduite en milieu organisationnel, etc.), voir, par exemple : Arvind K. JAIN, « Corruption: A Review », (2001) 15 (1) *Journal of Economic Surveys*, 71; Susan ROSE-ACKERMAN, « Corruption, Greed, Culture and the State », (2010) *Yale Journal Law Online*, 120, 125.

1. Traitement de la malhonnêteté en économique

1.1 L'approche néoclassique

La malhonnêteté est un concept implicitement admis mais rarement énoncé en économique. Un des préceptes de base de la science économique est de poser que les individus maximisent leur utilité. Cette maximisation peut se réaliser sans égard à l'impact de cette même maximisation sur le bien-être des autres individus (outre l'anticipation stratégique de leurs actions sur l'utilité de ces mêmes individus). Sur cette base, les individus évaluent la pertinence de leur action par une analyse coût-bénéfice³. Une action aura ainsi une connotation honnête si le bénéfice espéré de celle-ci est plus élevé que son coût espéré, tel qu'évalué par la probabilité que le comportement déviant soit détecté et qu'une pénitence soit associée à ce comportement (peine d'emprisonnement, amendes, perte de réputation, etc.). Dans l'approche néoclassique, l'honnêteté n'est donc pas une valeur qui est de facto intégrée à la fonction d'utilité des agents économiques. Elle n'est que la résultante circonstancielle de l'environnement économique et d'une analyse coût-bénéfice individuelle. Les individus agiront ainsi de façon honnête ou malhonnête, dans la mesure où ce comportement leur est bénéfique. Cette approche, fondée sur les principes de maximisation de l'utilité et d'efficacité dans l'allocation des ressources, est critiquée, notamment pour son utilisation dans la pratique du droit⁴.

De nombreux modèles économiques provenant de l'approche néoclassique admettent implicitement la présence de comportements malhonnêtes. C'est notamment le cas en finance, où plusieurs irrégularités peuvent être analysées de cet angle.

-
3. Gary S. BECKER, « Crime and Punishment: An economic approach », (1968) 76(2) *Journal of Political Economy*, 169.
 4. Edwin C. BAKER, « The Ideology of Economic Analysis of Law », (1975) 5 (1) *Philosophy and Public Affairs*, 3; C.G. VELJANOVSKI, « The Economic Approach to Law: A Critical Introduction », (1980) 7(2) *British Journal of Law and Society*, 158.

Ainsi, on fait état de *sélection adverse* lorsqu'un contrat doit être établi entre deux parties alors qu'une des deux parties détient de l'information sur ses propres attributs que l'autre partie ne détient pas. En pareil cas, une partie (le principal) tente de fixer les paramètres et le juste prix de l'entente sans avoir en main une information complète sur l'autre partie (l'agent). Ce problème est, par exemple, couramment évoqué par les financiers appelés à financer des entrepreneurs. Ce modèle admet ainsi que l'agent pourrait contracter avec le principal sans dévoiler honnêtement ses capacités à exécuter le contrat à juste prix⁵. En somme, ce modèle accepte que l'agent puisse mentir (ou, à tout le moins, que l'agent ne dise pas toute la vérité), dans la mesure où cet acte peut lui permettre de maximiser son utilité. En pareil cas, le principal doit offrir à l'agent des contrats, ou mettre en place des mécanismes dits incitatifs-compatibles, qui inciteront ce dernier à établir un prix pour ses services qui reflètera ses véritables capacités.

Les problèmes dits de *risque moral* désignent les difficultés provenant des actions non-observées par le principal que peuvent prendre une des parties (l'agent) une fois le contrat établi⁶. Ces problèmes sont fréquemment évoqués, notamment, dans les contrats d'assurance. Ainsi, un contrat qui assurerait une pleine assurance contre certaines contingences pourrait inciter le

-
5. Le cas de Long-Term Capital Management illustre la difficulté des bailleurs de fonds à bien mesurer, à priori, la capacité des dirigeants à réaliser un mandat (sélection adverse). Pour en savoir plus sur LTCM et les autres cas mentionnés dans la présente section, voir : Yves TRUDEL, « Fraudes et autres irrégularités financières: tire-t-on des leçons du passé? », dans Michel Dion (dir.), *La Criminalité Financière – Prévention, gouvernance et influences culturelles*, DeBoeck Université, 79-101.
 6. Les cas de la Allied Irish Bank (et de son négociateur John Rusnak), de Barings (Nick Lesson) et de la Société Générale (Jérôme Kerviel) illustrent des situations où les agents ne travaillent pas nécessairement dans le meilleur intérêt de leur client (problème d'agence) ou outrepassent les règles de leur mandat ou contrat de travail (risque moral). Les comportements qu'induisent les lacunes de contrôles ou les ententes contractuelles défailtantes génèrent des actions, malhonnêtes ou non, dont la finalité est de contribuer à maximiser la satisfaction des agents. L'apparente malhonnêteté est ainsi un produit dérivé des comportements maximisant l'utilité des agents.

détenteur de l'assurance à agir de façon négligente, une fois la prime d'assurance établie. Ce modèle admet que les individus peuvent détourner l'esprit du contrat à leur propre avantage, en agissant d'une façon non-optimale (en prenant, par exemple, des risques élevés qui sont induits de par la structure même du contrat). La malhonnêteté n'est pas évoquée explicitement mais elle est une partie intégrante du modèle. En fait, l'expression « risque moral » désigne explicitement les tendances malhonnêtes qui peuvent induire les individus à exploiter les faiblesses d'une entente contractuelle. Certains mécanismes peuvent être mis en place pour minimiser le risque moral (par exemple, le monitoring de l'agent), suite à l'entrée en vigueur de l'entente contractuelle.

La *théorie de l'agence* fait pour sa part référence aux problèmes qui émanent lorsqu'une partie (le principal) délègue une tâche à une autre partie (l'agent)⁷. Les problèmes d'agence sont fréquemment évoqués en finance dans les relations entre les actionnaires et les dirigeants, notamment par le transfert de ressources dédiées à l'entreprise au profit des dirigeants mandatés par ces mêmes actionnaires pour agir au meilleur de leur intérêt. La malhonnêteté n'est pas explicitement évoquée dans cette théorie. Une fois de plus, les comportements maximisant des dirigeants (diversion de ressources de l'entreprise pour satisfaire leur propre intérêt) n'est que la résultante de leur comportement rationnel qui vise à optimiser leur propre satisfaction. La malhonnêteté n'est pas un facteur du modèle mais bien une conséquence des comportements rationnels. La théorie de l'agence, tout comme les deux éléments précédemment évoqués, décrit ces phénomènes et tente d'offrir des mécanismes pour pallier à cette malhonnêteté jamais explicitement énoncée mais toujours présente implicitement.

7. Plus particulièrement, voir le cas Madoff (Harry MARKOPOLOS, *Testimony of Harry Markopolos, before the U.S. House of Representatives Committee on financial services*, (2009)). Ce dernier cas est indicatif de problèmes de sélection adverse (agent payé à un prix qui ne reflète pas sa valeur), de risque moral (contrat défaillant entre le principal et l'agent qui induisent des comportements non-optimaux) et d'agence (l'agent ne travaillant pas aux meilleurs intérêts du principal).

L'approche décrite dans la présente section est largement répandue dans l'analyse du droit en général⁸ et dans l'analyse des fraudes en particulier. À cet effet, certains modèles rendent compte des problèmes de risque moral, des comportements frauduleux y étant associés et des façons de palier à ces problèmes par le biais du monitoring⁹ ou par l'impact des effets de réputation sur les agents¹⁰.

1.2 L'approche comportementale

Les critiques du modèle économique néoclassique remontent à loin. Déjà, Allais¹¹, Simon¹² et Ellsberg¹³, remettent en cause certaines des hypothèses fondamentales de ce modèle et suggèrent par le fait même qu'il représente une description inadéquate du comportement humain. Plus particulièrement, ces auteurs remettent en question le caractère absolu de la rationalité humaine et le comportement maximisant des agents économiques qui sont à la base du modèle néoclassique¹⁴. Ce n'est toutefois qu'au cours des

-
8. Voir notamment : Mitchell POLINSKY et Steven SHAVELL, « The Economic Theory of Public Enforcement of Law », (2000) 38 (1) *Journal of Economic Literature*, 45; Joel WALDFOGEL, « Are Fines and Prison Terms Used Efficiently? Evidence on Federal Fraud Offenders », (1995) 38 (1) *Journal of Law and Economics* 107, 106-139.
 9. Richard WATT, « Curtailing Ex-Post Fraud in Risk Sharing Arrangements », (2003) 16 (2) *European Journal of Law and Economics*, 247.
 10. Cindy R. ALEXANDER, « On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence », (1999) 42 (S1) *Journal of Law and Economics*, 489; Eric HELLAND, « Reputational Penalties and the Merits of Class-Action Securities Litigation », (2006) 49(2) *Journal of Law and Economics*, 365; Jonathan M. KARPOFF et John R. LOTT, « The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud », (1993) 36(2) *Journal of Law and Economics*, 757.
 11. Maurice ALLAIS, « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: Critique des postulats et axiomes de l'école Américaine », (1953) 21(4) *Econometrica*, 503.
 12. Herbert A. SIMON, « A behavioral model of rational choice », (1955) 69 (1) *Quarterly Journal of Economics*, 99.
 13. Daniel ELLSBERG, « Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms », (1961) 75 (4) *Quarterly Journal of Economics*, 643.
 14. De la même façon, les objections au modèle néoclassique en droit et économie sont pratiquement aussi vieilles que le champ de spécialisation

quelques trente dernières années qu'une approche alternative à l'approche néoclassique des phénomènes économiques a réellement été développée et reconnue, l'approche comportementale.

L'approche comportementale de l'économie a emprunté à la psychologie pour décrire un ensemble de situations dans lesquelles le comportement des individus diffère de celui qui est prescrit par l'approche néoclassique. Plus particulièrement, l'économie comportementale reconnaît que la rationalité des individus est limitée. Dans cette approche, les individus prennent souvent leurs décisions sur la base d'heuristiques ou de règles du pouce. Ce comportement amène à son tour les individus vers des biais de raisonnement, lesquels les entraînent finalement à faire des choix qui ne sont pas optimaux selon le modèle néoclassique. Ainsi, il a été démontré que, parce que les individus ont une mémoire limitée, ils ont tendance à accorder une probabilité d'occurrence plus forte à des phénomènes auxquels ils ont été récemment ou fréquemment exposés. Ce biais cognitif, qu'on a appelé le biais de disponibilité, pourrait, par exemple, amener des individus (incluant des législateurs) à surévaluer le risque – et donc l'importance – des fraudes financières, dans des périodes où de tels cas sont fortement médiatisés¹⁵.

L'approche dite comportementale cherche donc à modéliser les comportements avec les outils économiques traditionnels mais avec des hypothèses plus réalistes quant aux comportements humains. Cette modélisation permet alors d'effectuer des prédictions plus exactes quant au comportement humain et, dans le cas concret de la pratique du droit, d'établir des prescriptions

lui-même. À cet effet, voir, par exemple : Mark KELMAN, « Consumption theory, production theory, and ideology in the Coase theorem », (1978) 52 (2) *S. Cal. L. Rev.*, 669; Duncan KENNEDY, « Cost-benefit analysis of entitlement problems: a critique » (1981) 33 (3) *Stanford Law Review*, 387.

15. Pour une description plus exhaustive des différents biais cognitifs caractérisant le comportement des agents économiques, le lecteur pourra se référer à l'ouvrage de : Daniel KAHNEMAN, *Thinking, fast and slow*, Macmillan.

juridiques plus appropriées¹⁶. Ainsi, par exemple, Joll et al.¹⁷ montrent comment l'approche comportementale peut être utilisée en droit, tant à des fins positives, prescriptives, que normatives¹⁸.

À la lumière de cette approche, de nombreuses nuances au modèle de base néoclassique ont ainsi été proposées pour modéliser les comportements dits malhonnêtes. Par exemple, selon Gneezy¹⁹ et Hurkens et Kartik²⁰, les individus seraient influencés par l'impact de mentir sur le bien-être des autres individus. Empiriquement, les résultats indiquent que les individus préfèrent ne pas mentir si le gain que leur procure ce mensonge est faible par rapport au coût que celui-ci fait subir à autrui²¹. Qui plus est, les individus seraient

-
16. Par ailleurs, on se doit de noter que, contrairement à ce que certains pourraient croire, cette approche ne suggère pas que le comportement humain est complètement aléatoire et impossible à prédire; elle suggère plutôt que ce comportement est systématique et peut être modélisé. En ce sens, l'approche comportementale est parfaitement justifiée dans l'analyse de problèmes économiques. D'ailleurs, comme le mentionne Kenneth J. ARROW, « Rationality of Self and Others in an Economic System », dans *Rational Choice: The Contrast Between Economics and Psychology*, Robin M. Hogarty et Melvin W. Reder eds : « *There is no general principle that prevents the creation of an economic theory based on other hypotheses than that of rationality (...) Any coherent theory of reactions to the stimuli appropriate in an economic context could in principle lead to a theory of the economy* ».
17. Christine JOLLS, Cass R. SUNSTEIN & Richard THALER, « A behavioral approach to law and economics », (1998) 50 (5) *Stanford Law Review*, 1471.
18. Pour d'autres applications de l'approche comportementale en droit et économie, voir également : Donald LANGEVOORT, « Behavioral theories of judgment and decision making in legal scholarship: A literature review », (1998) 51 (6) *Vand. L. Rev.*, 1499.
19. Uri GNEEZY, « Deception: The role of consequences », (2005) 95(1) *American Economic Review*, 384.
20. Sjaak HURKENS et Navin KARTIK, « Would I lie to you? On social preferences and lying aversion », (2009) 12(2) *Experimental Economics*, 180.
21. Les incitatifs à mentir sont également adressés, notamment, dans les articles de : Vincent P. CRAWFORD, « Lying for strategic advantage: Rational and boundedly rational misrepresentation of intentions », (2003) 93(1) *American Economic Review*, 133; Matthias SUTTER, « Deception through telling the truth? Experimental evidence from individuals and teams », (2009) 119(534) *Economic Journal*, 47; Tore ELLINGSEN, Magnus

prêts à subir le coût minime d'un mensonge (dit altruiste) si le gain que celui procure à autrui est élevé²².

Pour leur part, Mazar et Ariely²³ estiment que les individus sont également influencés par leur désir de préserver une bonne image d'eux-mêmes. Cette approche impose donc une limite au comportement maximisant adopté dans l'approche traditionnelle, le désir des individus de préserver une bonne image d'eux-mêmes réduit leur pulsion à maximiser (sans égard à l'impact de ces actions sur l'utilité des autres individus) leur propre utilité. Ainsi, ce désir de préserver une bonne image d'eux-mêmes, duquel la perception d'être honnête serait partie intégrante, amène les individus à limiter leurs comportements malhonnêtes. En fait, et toujours dans l'optique d'une analyse coût-bénéfice, les individus sont prêts à tricher (et à recevoir les gains provenant de cet acte) mais dans la mesure où ce geste malhonnête ne réduit pas trop leur estime de soi. Cette approche admet donc que l'individu maximise sa propre utilité mais que le coût associé à une possible baisse de l'estime de soi réduit une partie des excès associée au processus de maximisation classique. L'individu demeure ainsi égocentré et est prêt à agir de façon malhonnête dans la mesure où le bénéfice de l'acte est plus élevé que le coût.

2. Circonscrire les coûts de la malhonnêteté

Étant donné les coûts importants que la malhonnêteté entraîne pour la société²⁴, on doit dès lors se demander s'il est possible de les éviter ou, à tout le moins, de les minimiser. Si on désire minimiser les coûts sociaux qui résultent d'actes malhonnêtes ou frauduleux, il faut tout d'abord être en mesure de

-
- JOHANNESSON, Jannie LILJA et Henrik ZETTERQVIST, « Trust and truth », (2009) 199(534) *Economic Journal*, 252.
22. Sanjiv ERAT et Uri GNEEZY, « White Lies », (2011) 58(4) *Management Science*, 723.
23. Nina MAZAR et Dan ARIELY, « Dishonesty in Everyday Life and Its Policy Implications », (2006) 25 (1) *Journal of Public Policy and Marketing*, 117.
24. Voir notamment: David A. ANDERSON, « The Aggregate Burden of Crime », (1999) 42(2) *Journal of Law and Economics*, 611.

les identifier. Nous vous proposons l'approche suivante qui consiste à les regrouper en deux catégories.

La première catégorie de coûts résulte du fait que l'on prend généralement pour acquis que des actes malhonnêtes seront éventuellement commis. En conséquence, la société s'est dotée de différentes mesures et structures qui ont pour objectif de réduire l'étendue des dommages qui résulteraient de la perpétration d'actes malhonnêtes. Il s'agit donc des coûts qui relèvent de l'ensemble de l'appareil judiciaire – les lois et règlements, de même que les structures mises en place pour les administrer – instauré par la société pour combattre les actions malhonnêtes des individus.

La deuxième catégorie de coûts est celle qui découle de l'incapacité pour l'appareil judiciaire d'enrayer complètement la perpétration d'actes malhonnêtes. Cette deuxième catégorie comprend donc l'ensemble des coûts résultants d'actes frauduleux. Par ailleurs, ces coûts sont déterminés par les deux facteurs suivants: 1) la probabilité que des actes malhonnêtes soient commis et 2) les coûts qui résultent de ces actes, une fois qu'ils ont été commis.

Pour toute société, la minimisation des coûts de la malhonnêteté résultent donc de la recherche du juste équilibre entre les coûts qui émanent des deux catégories que nous venons de définir. Ainsi, une société pourrait se donner pour objectif d'enrayer complètement les coûts qui résultent de la perpétration d'actes malhonnêtes. Ce faisant, elle éliminerait les coûts qui font partie de la deuxième catégorie. Par contre, pour ce faire, elle devrait fort probablement se doter d'un appareil judiciaire lourd et coûteux, augmentant ainsi les coûts compris dans la première catégorie. Inversement, une société qui investit peu dans son appareil judiciaire risque fort de devoir supporter des coûts importants résultant de la perpétration d'actes frauduleux. Comme on peut le voir, et bien que cela puisse paraître étrange, d'un point de vue strictement économique, il est généralement optimal pour une société, d'admettre que des actes frauduleux puissent être commis.

Dans les sous-sections suivantes, nous ferons l'inventaire de différentes mesures visant à réduire la deuxième catégorie de coûts, soit ceux que la société doit assumer, lorsque des actes malhonnêtes sont commis. Notre objectif n'est pas de faire un inventaire exhaustif des différentes mesures mais bien d'en faire ressortir leur complémentarité.

2.1 Le rôle de la réglementation

Il va sans dire que le législateur joue un rôle important dans la prévention des actes frauduleux (minimisant ainsi leur probabilité d'occurrence). D'une part, de par ses lois et règlements, le législateur peut, jusqu'à un certain point, décourager les agents à commettre des actes frauduleux. D'autre part, le législateur contribue également à la prévention de la fraude, en créant des organismes de surveillance dont la mission consiste principalement à veiller à l'application des lois et règlements, mais aussi, le plus souvent, à superviser et à encadrer les différents acteurs qui sont sous leur juridiction. En jouant un rôle dissuasif et en agissant en tant que facteur de contrôle, la législation représente donc un acteur important dans la prévention des actes frauduleux. Par contre, une étude récente²⁵ montre que le régulateur n'est pas particulièrement efficace dans la détection des actes frauduleux. Ce serait du moins vrai dans les cas de fraudes financières.

Ces auteurs se sont effectivement intéressés à identifier les personnes physiques ou morales qui ont été les premières à sonner l'alarme dans 216 cas de fraude alléguée ayant été commis aux États-Unis. Leurs résultats montrent que la SEC (Securities and Exchange Commission) a été le principal agent de révélation de la fraude dans seulement 7% des cas. Par ailleurs, les acteurs les plus importants dans la dénonciation des actes frauduleux étaient les employés (17%), les organismes de réglementation non-gouvernementale (13%) et les médias (13%). Les résultats de cette

25. Alexander DYCK, Adair MORSE, et Luigi ZINGALES, « Who blows the whistle on Corporate Fraud? », (2010) 65(6) *Journal of Finance*, 2213.

étude mettent en évidence les limites du régulateur, dans ce cas-ci la SEC, à détecter les actes de fraudes.

Ces derniers résultats ne sont par ailleurs pas étrangers à la théorie de la « capture du régulateur », laquelle critique la nature même des raisons qui induisent la création et les opérations des organismes de réglementation. Cette théorie suggère que les organismes de réglementation peuvent parfois agir en faveur de certains groupes d'intérêt qui dominent une industrie (que ces mêmes organismes de réglementation sont, en principe, chargés de réglementer). En somme, ces organismes, de par l'influence des groupes d'intérêt, seraient peu aptes à détecter les irrégularités (ce que tend à confirmer l'étude de Dyck, Morse et Zingales²⁶). Ainsi, la capture du régulateur est induite par des groupes d'individus ayant un intérêt élevé dans la formulation des lois et règlements relatifs à leurs activités et qui sont prêts à investir des ressources considérables pour influencer la formulation de ces règles à leur avantage. Ceci contraste avec les intérêts diffus des particuliers qui n'ont ni les ressources ni une motivation suffisante pour contrebalancer le poids des groupes d'influence²⁷.

Le cas de Banker Trust (BT), et de l'absence de suivi réglementaire suite à cet événement, est un exemple de cadre législatif et réglementaire formulé pour le bénéfice de groupes d'intérêt. Les groupes de pression bénéficient d'incitatifs ciblés qui les prédisposent à donner « l'effort nécessaire » pour induire une réglementation qui leur convient. La réglementation « adaptée » du secteur des produits dérivés illustre bien la théorie de la capture du régulateur. Ainsi au début de l'année 1994, en raison notamment des irrégularités liées aux transactions de produits dérivés dans

26. *Id.*

27. Voir, entre autres: George STIGLER, « The Theory of Economic Regulation », (1971) 2 (1) *Bell journal of economics and management science*, 3; Jean-Jacques LAFFONT et Jean TIROLE, « The politics of government decision making: A theory of regulatory capture », (1991) 106(4) *Quarterly Journal of Economics*, 1089; Michael E. Levine et Jennifer Forrence, « Regulatory capture, public interest, and the public agenda: Toward a synthesis », (1990) 6 (Special Issue) *Journal of Law Economics & Organization*, 167.

l'affaire BT, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), un organisme de réglementation américain, rédigea une première ébauche de réglementation pour encadrer les transactions de produits dérivés non standardisés. La CFTC était particulièrement préoccupée par l'absence de contrôle et de réglementation de ces produits financiers, de même que par l'absence notoire de transparence dans les transactions entre les parties impliquées²⁸.

Le 7 mai 1998, la CFTC émit formellement un projet de législation tout en sollicitant les opinions des autres instances réglementaires, des académiciens et des praticiens œuvrant dans l'industrie financière. L'objectif du projet était de fixer « how best to maintain adequate regulatory safeguards without impairing the ability of the Over-the-counter derivatives market to grow and the ability of U.S. entities to remain competitive in the global financial marketplace»²⁹. La position de la CFTC fut attaquée par le président du Federal Reserve Board, Alan Greenspan, les secrétaires du Trésor, Robert Rubin et Lawrence Summers, et même par Arthur Levitt, le président de la Securities and Exchange Commission³⁰. Il est difficile d'ignorer qu'une partie de la récente crise financière aurait pu être évitée avec une réglementation adéquate des produits dérivés et, précisément, de par l'application du projet émanant de la CFTC. L'absence de réglementation, d'autant plus difficile à justifier à la lumière de l'histoire récente et du cas de Banker Trust, a permis notamment à AIG de prendre des positions déraisonnables dans le marché des swaps de défaillance (Credit default swaps, ou plus simplement CDS, en anglais)³¹.

28. Rick SCHMITT, « Prophet and Loss - Brooksley Born warned that unchecked trading in the credit market could lead to disaster », (2009) *Stanford News*, Mars/Avril; Michael KIRK, 2009, *The Warning*, *Frontline*, *PBS public affairs program*, en ligne : <<http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/warning/>>.

29. Commodity Futures Trading Commission, 1998, en ligne : <<http://www.cftc.gov/opa/press98/opa4142-98.htm>>.

30. R. SCHMITT, préc., note 28; M. KIRK, préc., note 28.

31. Les propos de l'ancienne présidente de la CFTC, Brooksley Born, militent en faveur de l'argument voulant que l'absence d'une réglementation adéquate soit la résultante de la capture du régulateur au profit de groupes d'intérêt : « *The market grew so enormously, with so little oversight and*

Par ailleurs, même lorsque les lois nécessaires à l'encadrement efficace des marchés financiers sont adoptées, leur application n'est pas nécessairement assurée, en raison des difficultés qu'ont les agences réglementaires à attirer ou à garder des employés qualifiés³². À cet égard, Bond et Glode³³ ont développé un modèle théorique où les institutions financières tendent à attirer les travailleurs plus qualifiés provenant des organismes réglementaires, entraînant ainsi, et au même moment, une hausse des actes frauduleux³⁴. Ce pouvoir d'attraction est bien évidemment plus élevé en périodes de croissance économique et de marchés haussiers, entraînant par le fait même une augmentation des actes frauduleux durant ces mêmes périodes. Ces résultats sont semblables à ceux obtenus par Povel, Singh et Winston³⁵ qui établissent également que les actes frauduleux devraient survenir lors de périodes économiques favorables.

Le modèle de Bond et Glode³⁶ exploite également l'idée que, dans le domaine financier, les travailleurs en début de carrière accumulent du capital humain en œuvrant pour les organismes réglementaires et que les meilleurs d'entre eux quittent ces institutions en milieu de carrière pour rejoindre le secteur privé. Ces

regulation, that it made the financial crisis much deeper and more pervasive than it otherwise would have been. » Selon R. SCHMITT, préc., note. 28: « (...) she also lamented the influence of Wall Street lobbyists on the process and the refusal of regulators to discuss even modest reforms. ».

32. « Does it really matter who is in charge of the regulators? The grunt work of supervision depends on more junior staff, who will always struggle to keep tabs on smarter, better-paid types in the firms they regulate », « Finance's other bosses », (2010) 30 septembre *The Economist*, en ligne : <<http://www.economist.com/node/17147796>>.

33. P. BOND et V. GLODE, 2012, *Bankers and Regulators*, Document de travail, Wharton School.

34. « Staff resignations doubled at the Financial Services Authority in the second quarter as the government announced plans to split up the embattled regulator and as revived private sector recruitment lured away managers and frontline supervisors », Brooke MATERS, « FSA exodus adds to concern over regulation », (2010) 8 août *Financial Times*.

35. Paul POVEL, Rajdeep SINGH et Andrew WINTON, « Booms, Busts, and Fraud », (2007) 20 (4) *Review of Financial Studies*, 1219.

36. P. BOND et V. GLODE, préc., note 33.

résultats sont cohérents avec des études récentes sur la motivation des employés du secteur public³⁷.

Comme on peut le voir à la lumière des différentes études discutées dans la présente section, l'appareil réglementaire ne peut, à lui seul, réduire efficacement les coûts associés aux actes frauduleux. Pour réduire ces coûts, la société doit aussi compter sur d'autres mécanismes. En particulier, l'étude de Dyck, Morse et Zingales³⁸ fait ressortir de façon évidente l'importance des organismes d'auto réglementation et, de façon moins évidente, l'importance de la divulgation d'information, comme mécanismes de prévention de la fraude. Dans la prochaine section, nous traitons des organismes d'auto réglementation. La question de la divulgation d'information sera traitée immédiatement après.

2.2 Les organismes d'auto réglementation

Dans plusieurs industries ou professions, les entreprises ou les individus se regroupent sous forme d'associations. C'est le cas notamment de l'industrie des services financiers. Ces associations ont pour objectif premier de fournir différents services à leurs membres. Elles ont aussi à cœur de préserver la bonne marche des affaires au sein de leur industrie ou de leur profession. En tant que tel, elles constituent souvent des organismes d'auto réglementation. Comme le démontre l'étude de Dyck, Morse et Zingales³⁹, ces organismes sont souvent plus efficaces que le législateur pour détecter – et, parfois même, sanctionner – les comportements déviants de leurs membres. Les raisons de leur efficacité à détecter les comportements malhonnêtes de leurs membres tiennent principalement de deux facteurs. Premièrement, dans le cadre de leur mission, ces organismes recueillent souvent des informations qui ne sont pas du domaine public. Deuxièmement, ils ont de nombreux incitatifs à le faire.

37. Patrick FRANCOIS, « Making a Difference », (2007) 38 (3) *RAND Journal of Economics*, 714; Josse DELFGAAUW et Robert DUR, « Incentives and Workers' Motivation in the Public Sector », (2008) 118 *The Economic Journal*, 171.

38. A. DYCK, A. MORSE et L. ZINGALES, préc., note 25.

39. *Id.*

Par exemple, dans le domaine financier, il est admis que plus le degré de confiance des investisseurs à l'égard des marchés financiers est grand, plus les investisseurs sont portés à y investir leurs épargnes. De plus, lorsqu'ils investissent dans les marchés financiers, plus leur degré de confiance est élevé, plus les sommes investies sont importantes^{40 41}. Ainsi, il est facile d'imaginer qu'un cas comme celui de Norbourg au Québec a eu un impact négatif considérable sur la confiance des investisseurs – en particulier les petits épargnants – envers les marchés financiers. Par conséquent, et bien que nous n'ayons pas de chiffres précis pour appuyer nos dires, il n'est pas difficile d'imaginer que ce cas de fraude fort médiatisé a eu des effets négatifs sur les revenus d'autres intervenants des milieux financiers. Par exemple, certaines études ont démontré qu'un cas de fraude dans une industrie donnée a pour effet de réduire la valeur des actions d'entreprises du même secteur. C'est le cas de l'étude de Brown et Burdekin⁴² qui associent la baisse de 25% de l'indice de la Bourse de Vancouver – une baisse qui est survenue en moins de six semaines au printemps 1997 – au scandale financier découlant de l'affaire Bre-X.⁴³

D'autre part, Fich et Shivdasani⁴⁴ révèlent qu'il y a également un coût à supporter par les membres des conseils d'administration des firmes victimes de fraude. Les auteurs trouvent en effet que,

40. Voir : Luigi GUIISO, Paola SAPIENZA et Luigi ZINGALES, « Trusting the stock market », (2008) 63 (6) *Journal of Finance*, 2557.

41. Par ailleurs, il est intéressant de noter que l'importance de la confiance des investisseurs envers le système financier est plus grande chez les individus qui n'ont pas beaucoup de culture financière (Voir à cet effet : Paola SAPIENZA et Luigi ZINGALES, « Trust and finance », (2011) 2 *NBER Reporter*, 16.). Or, il s'agit précisément de la catégorie d'investisseurs dont on cherche le plus à protéger l'épargne avec la présence d'un fonds d'indemnisation.

42. William O. BROWN Jr. et Richard C.K. BURDEKIN, « Fraud and financial markets: The 1997 collapse of junior mining stocks », (2000) 52 (3) *Journal of Economics and Business*, 277.

43. Voir aussi : Joseph BOWER et Stuart GILSON, « The social costs of fraud and bankruptcy », (2003) 81(12), *Harvard Business Review*, 20 qui discutent des coûts, pour l'industrie, découlant du scandale de Worldcom.

44. Eliezer M. FICH et Anil SHIVDASANI, « Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth », (2007) 86 (2) *Journal of financial Economics*, 306.

suite à une poursuite en justice pour cas de fraude financière, il n'y a pas de rotation anormale des membres du conseil d'administration de la firme poursuivie. Par contre, les membres externes qui font partie du conseil d'administration de la firme poursuivie perdent des sièges sur les conseils qu'ils occupaient auprès d'autres firmes. La réputation des administrateurs serait donc entachée par les cas de fraude financière vécus au sein des entreprises auxquelles ils siègent. De plus, selon les auteurs, les coûts associés à leur perte de réputation seraient positivement corrélés à l'importance de la fraude et d'autant plus importants que la responsabilité de surveillance du membre du conseil était élevée. À ceci s'ajoutent bien entendu les coûts élevés qu'encourent les dirigeants des firmes coupables d'actes frauduleux ou de mauvaise conduite⁴⁵.

Comme le démontrent les exemples ci-dessus, les organismes d'auto réglementation, parce qu'ils ont pour mission de voir au bien-être de l'ensemble de leurs membres, que ce soit en protégeant leur réputation ou leurs intérêts commerciaux, ont des incitatifs rationnels non négligeables pour rapporter aux autorités concernées, les actes malhonnêtes adoptés par un – ou un petit nombre – de leurs membres. Toutefois, ce qui rend ces organismes efficaces dans la détection des actes de fraudes réside dans le fait qu'ils possèdent souvent des informations privilégiées. La disponibilité de l'information est donc un facteur clé dans la détection, sinon dans la prévention, d'actes malhonnêtes.

2.3 Divulgation, transparence et prévision des actes frauduleux

Comme le dit si bien Brandeis « Sunlight is the best of disinfectants »⁴⁶. Par définition, les individus malhonnêtes agissent en catimini. C'est pourquoi, plus un système est transparent – que

45. Jonathan M. KARPOFF, D. Scott LEE et Gerald S. MARTIN, « The consequences to managers for financial misrepresentation », (2008) 88 (2) *Journal of financial Economics*, 193.

46. Louis D. BRANDEIS, *Other people's money: and how the bankers use it (1914)*, Martino Fine Books, 2009.

ce soit le système financier ou un autre – plus il est facile d'y détecter les actes frauduleux. Bien entendu, il y a des limites à la divulgation. Par exemple, les entreprises invoquent souvent des raisons stratégiques et de compétition pour freiner les ardeurs du législateur lorsque celui-ci plaide pour une plus grande transparence et une plus grande divulgation d'informations. Toutefois, nous croyons que cet argument est souvent utilisé à outrance. En effet, plusieurs études récentes montrent que, bien souvent, la quantité d'information nécessaire pour détecter certains actes frauduleux est nettement insuffisante pour mettre en péril la compétitivité des entreprises. En fait, dans certain cas, les informations nécessaires sont déjà publiques!

Ainsi, une étude américaine par Dimmock et Gerken⁴⁷ démontre qu'il existe plusieurs indicateurs statistiquement significatifs de prédiction de la fraude. Ces indicateurs sont principalement reliés à la présence de conflits d'intérêt, de mauvaise gouvernance et de violations passées de la loi⁴⁸. De plus, tous ces indicateurs peuvent être considérés comme faisant partie de l'information publique, puisqu'ils ont été colligés à partir d'une fiche technique que les entreprises doivent divulguer auprès de la *Securities and Exchange Commission* aux États Unis. Il est par ailleurs intéressant de noter que les auteurs démontrent que le fait d'éviter les 5% de firmes ayant les plus fortes probabilités de fraude *ex-ante* permet d'éviter 29% des fraudes, et plus de 40% des pertes en dollars dues aux cas de fraudes faisant partie de leur échantillon.

-
47. Stephen G. DIMMOCK et William Christopher GERKEN, « Detecting fraud by Investment managers », (2012) 105(1) *Journal of Financial Economics*, 153.
48. Ces indicateurs sont également étudiés par Stephen J. BROWN, William N. GOETZMANN, Bing LIANG et Christopher SCHWARZ, « Mandatory disclosure and operational risk : Evidence from hedge fund registration », (2008) 63 (6) *Journal of Finance*, 2785; « Estimating operational risk for hedge funds: the ω -score », (2009) 65 (1) *Financial Analysts Journal*, 43 dans un contexte de risque opérationnel plus large, incluant les fraudes. Ces auteurs concluent également qu'ils ont un pouvoir prédictif significatif.

De leur côté, Dechow et al.⁴⁹ s'intéressent à déterminer dans quelle mesure il aurait été possible de détecter, a priori, les entreprises américaines qui ont été trouvées coupables d'avoir manipulé leurs états financiers dans le but de présenter de meilleurs bénéfices, pendant la période allant de 1982 à 2005. Tous les indicateurs utilisés par les auteurs pour développer leur mesure de prévision sont du domaine public. Trois conclusions se dégagent de leurs résultats⁵⁰. Premièrement, les firmes qui manipulent leurs états financiers partagent des caractéristiques communes. Deuxièmement, dans une certaine mesure, il est possible de détecter les firmes qui sont les plus susceptibles de trafiquer leurs états financiers. Enfin, en moyenne, leur mesure de la probabilité qu'une entreprise manipule ses états financiers augmentent dans les trois années précédant l'année où l'entreprise a reporté de faux résultats.

Comme le démontrent les résultats des études répertoriés dans la présente section, et comme le signale Zingales⁵¹, il est important que les législateurs rendent l'information qu'ils possèdent accessibles au public dans des formats facilement analysables. De même, les données historiques devraient également être rendues disponibles à des fins de comparaison et d'analyse statistique. En effet, comme le démontre les résultats d'études récentes dans le domaine financier, il est possible d'utiliser des informations non compromettantes pour la plupart des entreprises afin de détecter des cas de fraude.

Jusqu'ici, toutes les mesures dont nous avons discuté ont principalement pour objectif la prévention d'actes frauduleux. Comme tel, ils contribuent donc à la réduction d'une partie des

-
49. Patricia M. DECHOW, Weili GE, Chad R. LARSON et Richard G. SLOAN, « Predicting material accounting misstatements », (2011) 68(1) *Contemporary Accounting Research*, 17.
50. Comme les auteurs le mentionnent, leur étude étant avant-gardiste à plusieurs égards, elle comporte certaines limites. Nous référons le lecteur intéressé à les connaître à consulter leur article.
51. Luigi ZINGALES, L., « The future of Securities Regulation », (2009) 47 (2) *Journal of Accounting Research* 391.

coûts sociaux totaux de la malhonnêteté. En effet, si la prévention de la fraude permettait de réduire à zéro la probabilité que des actes frauduleux soient commis, il n'y aurait pas lieu de s'inquiéter des coûts qui émanent de la perpétration de ces actes. Par contre, comme ceci est pratiquement impossible, voire non désirable d'un strict point de vue économique, on se doit de se demander s'il existe des mesures qui permettraient de minimiser les coûts sociaux qu'entraînent inévitablement ces actes. Plus précisément, et parce que le sujet est d'actualité, nous aborderons le sujet de l'indemnisation des victimes de fraudes financières⁵².

2.4 L'indemnisation des victimes de fraude

D'entrée de jeu, il nous faut mentionner que la question de l'indemnisation des victimes de fraudes financières majeures est complexe. Pour s'en convaincre, il suffit d'examiner les nombreux points de vue qui ont été exprimés, suite à la consultation lancée par l'Autorité des marchés financiers québécois, à l'automne 2011⁵³. Aussi, notre intention n'est pas tant d'offrir des solutions que d'exposer certains des problèmes qui s'y rattachent et de présenter quelques principes qui devraient orienter le débat.

Premièrement, pourquoi indemniser les victimes de fraudes financières majeures? À notre avis, la principale raison réside dans le fait que les victimes de ce type de fraude sont souvent des personnes vulnérables dont les pertes représentent une partie importante du patrimoine qu'elles ont accumulées au cours de leur vie active.

-
52. En effet, dans la foulée des scandales financiers qui ont secoué le Québec au cours des dernières années, l'Autorité des marchés financiers (AMF) s'interroge depuis quelques années sur la possibilité de créer un fonds national d'indemnisation des victimes de fraudes financières. Pour en connaître davantage sur ce sujet, le lecteur intéressé pourra consulter le site Web de l'AMF.
53. Pour en savoir plus : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Consultations antérieures – Indemnisation* [Ressource électronique], en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-anterieures-indemnisation-conso.html>> (site consulté le 11 février 2014).

La vulnérabilité des victimes de fraudes financières majeures est facile à démontrer. D'une part, ce type de fraude résulte le plus souvent de placements financiers qui sont mal compris par les éventuelles victimes. Si, dès le départ, la complexité des produits financiers et des marchés sur lesquels ils sont transigés échappent la plupart du temps à la majorité des investisseurs, le processus de décision suivi par les investisseurs ne fait rien pour arranger les choses. En effet, la finance comportementale, un champ d'études relativement nouveau en finance, nous fournit plusieurs exemples de comportements qui, en plus de caractériser la façon dont les individus prennent leurs décisions financières, montrent comment ces derniers peuvent devenir des cibles particulièrement attrayantes pour les financiers peu scrupuleux.

Par exemple, il a été démontré que les investisseurs ont largement tendance à surestimer les probabilités très faibles et à sous-estimer les probabilités très fortes⁵⁴. Ainsi, les rendements exceptionnels promis par les Bernard Madoff, Alan Stanford ou Vincent Lacroix de ce monde, bien que rationnellement peu probables, deviennent parfaitement plausibles dans la perspective d'investisseurs qui admettent l'existence (invraisemblable) de tels rendements. En somme, les investisseurs ne demandent pas mieux que de croire en l'improbable et leur comportement facilite grandement les fraudeurs de tout acabit. Par exemple, dans le cas de la faillite du fonds de couverture Manhattan⁵⁵, le gestionnaire affichait un rendement de près de 30 % en 1997, un rendement exceptionnel pour tout gestionnaire de fonds, mais encore plus extraordinaire pour un gestionnaire spécialisé dans les ventes à découvert (en plein marché haussier).

Par ailleurs, d'autres caractéristiques humaines identifiées par la finance comportementale ont pour effet de rendre les investisseurs particulièrement vulnérables face aux fraudeurs. Par

54. Daniel KAHNEMAN, Paul SLOVIC et Amos TVERSKY, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982.

55. Chidem KURDAS, « Does regulation Prevent Fraud? – The Case of Manhattan Hedge Fund », (2009) 13(3) *The Independent Review*, 325.

exemple, l'effet de « herding »⁵⁶ selon lequel les investisseurs fixent leurs attentes à même l'observation du comportement des autres investisseurs, a sans doute permis d'alimenter les entrées de plusieurs fonds d'investissement spéculatifs. En effet, plus les investisseurs parlent en bien de votre fonds, plus d'autres investisseurs sont prêts à y contribuer. Pour un fonds offrant une stratégie d'investissement sophistiquée, il s'agit d'un raccourci fort utile : en tant qu'investisseur, vous êtes alors porté à établir vos croyances à l'égard d'un produit financier à même les croyances des autres investisseurs. Bernard Madoff utilisait ce biais comportemental en limitant l'accès à son fonds à de grandes fortunes ou en y permettant l'accès que par l'entremise de contacts personnels. En somme, il s'agissait d'un club privé où l'existence même du club (et sa difficulté d'y adhérer) permettait de signaler les « qualités » de gestionnaire de portefeuille de Madoff aux autres investisseurs.

Comme on vient de le voir, de par leur propre comportement en matière de décisions financières, les investisseurs deviennent vulnérables face à des individus malhonnêtes. Faut-il en conclure qu'il faut créer un fonds d'indemnisation pour les protéger d'eux-mêmes? On peut effectivement s'interroger sur la nécessité d'avoir un système spécifique pour protéger les épargnants contre la fraude. Très peu de systèmes juridiques couvrent une telle éventualité. La fraude, au même titre que les fluctuations des marchés, est un risque. Par contre, comme la fraude ne résulte pas d'un évènement fortuit, le risque de fraude n'est pas assurable. Bien entendu, comme pour tous les risques, les investisseurs pourraient réduire le risque de fraude par le biais de la diversification. En effet, en plaçant leurs économies auprès de plusieurs gestionnaires, ils

56. Voir, notamment, Sushil BIKHCHANDANI, David HIRSHLEIFER et Ivo WELCH, « A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades », (1992) 100(5) *Journal of Political Economy*, 992; « Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades », (1998) 12(3) *Journal of Economic Perspectives*, 151; John R. NOFSINGER et Richard W. SIAS, « Herding and Feedback, Trading by Institutional and Individual Investors », (1999) 54(6) *The Journal of Finance*, 2263.

seraient en mesure de réduire, dans une certaine mesure, le risque de fraude. Par contre, cette option pourrait être difficile (voire, coûteuse) à adopter pour les plus petits épargnants. Par conséquent, la création d'un fonds d'indemnisation pour les victimes de fraudes financières majeures semble être une solution à envisager dans le but de réduire les coûts sociaux résultant de fraudes financières majeures. Reste maintenant à déterminer la façon de financer ce fonds. Nous terminons en présentant quelques principes sur la base desquels le financement d'un tel fonds devrait être envisagé.

D'une part, nous croyons qu'il ne serait pas optimal que le fonds d'indemnisation rembourse à 100 % les sommes perdues par les victimes de fraude. La théorie économique nous enseigne en effet que, dans une situation comme celle-ci, le partage des risques est une solution plus optimale. De plus, peu importe la forme que prendrait un tel fonds d'indemnisation, il faudrait que l'industrie des services financiers soit impliquée dans son financement. Après tout, non seulement l'industrie financière est-elle responsable de la gestion de ses risques d'opération – lesquels incluent le risque de fraude –, mais au surplus, elle serait la première à bénéficier d'une confiance accrue des investisseurs envers les marchés financiers.

3. Conclusion

La malhonnêteté n'est pas un paramètre qui induit des résultats dans les modèles économiques néoclassiques; elle est plutôt la résultante de certains comportements dits rationnels. Ces actions malhonnêtes peuvent être reliées à des problèmes de sélection adverse, de risque moral ou de coûts d'agence, selon la nature du contrat qui lie les parties.

Ces actions, et leurs impacts, ont été largement documentés en finance ces dernières années. Il semble qu'en chaque occasion, le cadre réglementaire, tel qu'il existe actuellement, ait été relativement inefficace pour prévenir ou réagir aux actions malhonnêtes ou irrégulières posées. Si les approches classique et

comportementale sont utiles pour expliquer et prédire les agissements des individus, ces approches semblent également utiles pour analyser la validité d'un cadre normatif, et donc légal, en matière de détection et de prévention des comportements irréguliers en finance. À cet égard, notre étude montre les difficultés des régulateurs financiers à établir des lois et règlements appropriés et à recruter et conserver des employés compétents.

Dans ce contexte, une approche basée sur des méthodes de détection et de prévention complémentaires, hors des structures conventionnelles légales, semble fondée. Une telle approche semble en fait largement plus efficace pour prévenir et contrecarrer des comportements malhonnêtes (ex : Madoff, Banker Trust, Allied Irish Bank, etc.) ou irréguliers (ex : LTCM, AIG, etc.). La « gérance » de la malhonnêteté est possiblement mieux balisée hors d'un cadre normatif.

Ainsi, le cadre légal et réglementaire pourrait peut-être faire une contribution sociale plus significative en appuyant mieux les méthodes de détection et de prévention établies hors des structures légales conventionnelles.