

F. Broust

APRÈS ENRON, WORLDCOM ET LES AUTRES :  
VEUT-ON VRAIMENT PROTÉGER LES INVESTISSEURS?

Paul Martel  
Professeur  
Faculté de science politique et de Droit  
Université du Québec à Montréal

29 mai 2004  
Colloque

## AVERTISSEMENT

Le 29 mai 2003, j'ai eu l'insigne honneur d'être invité à donner aux participants au Colloque «VALEURS MOBILIÈRES ET PROTECTION DU PUBLIC : LE POINT DE VUE DE L'INVESTISSEUR » organisé conjointement par la Commission des valeurs mobilières et le Groupe de recherche en droit privé de la Faculté de science politique et de droit de l'UQAM, une conférence intitulée « Éthique et équité – pour une véritable protection des investisseurs » dont le message était : veut-on protéger les investisseurs, ou les leurrer?

Il m'est maintenant demandé de mettre par écrit cette conférence, ce que je fais presque à contre-cœur, car je me rends compte que ma réflexion en est encore à sa phase préliminaire. Je me suis efforcé, dans les pages qui suivent, de distiller la pensée de certains auteurs à la plume iconoclaste, tels Arthur Levitt, ex-président de la Securities Exchange Commission, dans *Take on the Street – What Wall Street and Corporate America Don't Want you to Know*, D. Quinn Mills, professeur au Harvard Business School, dans l'excellent *Wheel, Deal and Steal – Deceptive Accounting, Deceitful CEOs and Ineffective Reforms*, Olivier Pastré et Michel Vigier, respectivement professeur d'économie à l'Université Paris-VIII et gérant de portefeuilles éthiques, dans le percutant *Le capitalisme déboussolé*, John C. Coffey, Jr., professeur au Columbia Law School, et Lawrence A. Cunningham, professeur au Boston College Law School. Il m'a en effet semblé pertinent et urgent de faire tinter le son de cloche discordant de ces auteurs au sein d'un débat qui, au Canada, semble vouloir se cantonner dans l'étroite plate-bande du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 et de la « gouvernance d'entreprise », que je préfère, comme M. Yves Michaud, désigner sous le vocable plus français de « régie d'entreprise ».

Comme je l'ai fait au début de ma conférence du 29 mai, j'avertis le lecteur qu'en me livrant aux réflexions qui suivent, je porte uniquement mon chapeau de professeur de droit, et nullement mon chapeau d'associé dans une grande firme d'avocats oeuvrant en droit des affaires. Ces réflexions n'engagent aucunement cette firme, et il est fort possible qu'elles soient incompatibles avec les convictions et les positions de certains de mes confrères.

## 1. LE CONTEXTE ET LE POULAILLER

Les scandales financiers qu'a récemment connu le marché américain et qui ont fait perdre aux investisseurs des centaines de milliards de dollars<sup>1</sup> ne sont que marginalement attribuables à des défaillances de régie interne. Ils sont plutôt dus à la défaillance de tout le système boursier, et encore davantage à celle des « gatekeepers », qui sont les vérificateurs, les banquiers, les analystes, et la Securities Exchange Commission<sup>2</sup>.

De plus, les événements et les facteurs suivants ont collectivement préparé le terrain, « mis la table » pour ces scandales :

- Le *Private Securities Litigation Reform Act*, adopté en 1995 malgré le veto du Président Clinton, qui, entre autres mesures, limite la responsabilité civile pour les fraudes en valeurs mobilières en établissant un régime de responsabilité proportionnelle et qui hausse le fardeau de la preuve pour les poursuivants;
- L'arrêt de 1994 de la Cour Suprême des États-Unis *Central Bank of Denver*, qui élimine la responsabilité des comptables et des avocats pour la complicité à la fraude;
- Le *Securities Litigation Uniform Standards Act* de 1998, qui abolit les recours collectifs pour fraude en valeurs mobilières;
- L'abolition en 1999 du *Glass-Steagal Act*, qui avait imposé au lendemain du Krach de 1929 un cloisonnement entre les banques commerciales et les banques d'investissement;
- La déréglementation de l'article 16(b) du *Securities Exchange Act 1934*, qui requérait d'un souscripteur qu'il détienne les actions souscrites pendant 6 mois avant de les revendre;
- Le lobbying des « Big 5 » et de leurs gros clients corporatifs qui a empêché en 1997 le Financial Accounting Standards Board, appuyé par la SEC, d'imposer que les options de souscription d'actions soient comptabilisées au passif des entreprises émettrices.

Les tribunaux et encore plus les élus gouvernementaux américains, sous l'influence du puissant lobbying du Big Business et des grandes firmes comptables, ont largement contribué, par les

<sup>1</sup> En 2002, la chute de 13,4% de la Bourse de New York a effacé une capitalisation boursière domestique d'environ 1,3 trillions \$.

<sup>2</sup> Il suffit pour s'en convaincre de prendre connaissance de l'article de John C. COFFEY Jr., "Understanding Enron : It's About the Gatekeepers, Stupid", Columbia Law School, Center for Law and Economic Studies, 30 juillet 2002, [http://sscn.com/abstract\\_id=325240](http://sscn.com/abstract_id=325240), et des livres suivants : Arthur LEVITT, *Take on the Street – What Wall Street and Corporate America Don't Want you to Know*, Pantheon Books, 2002, et D. QUINN MILLS, *Wheel, Deal, and Steal – Deceptive Accounting, Deceitful CEOs, and Ineffective Reforms*, Prentice Hall, 2003.

10<sup>18</sup> 457 10<sup>12</sup>  
un milliard  
de milliard

mesures de déréglementation ci-devant mentionnées, à créer un contexte où les conflits d'intérêts et l'appât du gain étaient exacerbés par une promesse, ou du moins une forte probabilité d'impunité.

On a ouvert toutes grandes les portes du poulailler au renard, en se laissant fléchir par l'argument que ce qui est bon pour le renard est bon pour les poules. La théorie était que les entreprises et les autres acteurs du « marché » doivent agir sans contrainte externe pour que le marché fonctionne grâce à son équilibre interne. C'est le mythe de la déréglementation et de l'autoréglementation.

Or, la crise que nous venons de connaître démontre clairement qu'on ne peut pas se fier au « marché », car il ne dispose pas de l'équilibre interne nécessaire pour empêcher les abus de ses acteurs. Comme l'a déclaré en avril 2003 Eliot Spitzer, procureur général de l'État de New York, au terme de sa croisade contre les banques d'investissement de Wall Street, « The most important message for the American public and Congress is that self-regulation was a complete, abject failure ».

Le renard, en effet, ne s'est pas retenu et il a mangé les poules. Qui plus est, il est certain que si on ne le met pas de l'autre côté des portes fermées du poulailler, ou à tout le moins si on ne lui lime pas les dents et les griffes, il est certain qu'il fera subir le même sort aux nouvelles poules que l'on va y attirer.

Les mesures adoptées aux États-Unis en réaction aux scandales financiers sont de nature essentiellement cosmétique, parce qu'elles ne remettent pas en question la déréglementation qui a ouvert la porte à ces scandales.

De plus, ces mesures ne visent, et ce superficiellement, que certains des « gatekeepers », les laissant libres de se livrer aux mêmes abus que par les années passées.

Pour couronner le tout, la plupart des perpétrateurs de ces abus n'ont pas fait l'objet de sanctions judiciaires, ou encore ils ne l'ont pas été jusqu'à hauteur des bénéfices qu'ils en ont retirés. Pour eux, il est clair que le crime a payé. Comme disent les Américains, « they got away with murder ». La motivation de récidiver est là, irrésistible.

Le professeur D. Quinn Mills résume admirablement la situation à la fin de son livre *Wheel, Deal, and Steal* :

« Most disturbing of all to investors is that despite their losses and the publicity that has accompanied them, all the methods of deceiving shareholders, and all the conflicts of interest arrayed against them, are still in operation. Very little has changed, and probably even that little has changed only for the moment.

« Three major responses are needed from the government and the investment industry if investors are to safely return to the market: reform, retribution, and restitution. Reform means that the markets will operate with new, higher standards that are rigorously enforced. Retribution means that those who defrauded investors will be severely punished. Restitution means that those who lost their nest eggs in these sandals will get them back. »<sup>3</sup>

<sup>3</sup> D. Quinn MILLS, *op. cit. supra*, note 2, p. 281.

Tant que les marchés financiers ne seront pas véritablement réformés, conclut-il, les investisseurs seront sages de ne pas s'y aventurer à nouveau.

## 2. LE « MARCHÉ » VS LA SOCIÉTÉ

Au cours de la dernière décennie, un nombre sans cesse croissant de citoyens sont devenus investisseurs dans le marché boursier, que ce soit à titre personnel ou à travers leurs régimes de retraite ou leurs fonds mutuels. En fait, plus de 50% des foyers américains avaient des investissements en actions cotées en Bourse lorsque celle-ci a dégringolé à la suite de l'éclatement de la bulle « dot.com » et des scandales d'Enron, WorldCom, etc.

Du club privé de quelques riches spéculateurs qu'elle était, la Bourse est devenue un supermarché où presque tous vont faire leurs emplettes. Les hauts et les bas qu'elle connaît ne sont pas cantonnées dans les revues spécialisées d'ésotériques pages financières dans les quotidiens, mais sont régulièrement étalés en première page de ces derniers.

Toute l'économie occidentale est affectée par les soubresauts de la Bourse. À tort ou à raison, les marchés boursiers sont devenus un phénomène de société. La crise qu'ils traversent actuellement a durement touché non seulement les gens de la classe aisée, mais aussi une infinité de gagne-petits.

C'est pourquoi il n'est plus possible de traiter « le marché » et ses acteurs, c'est-à-dire les entrepreneurs de la Bourse et de la finance (banquiers, courtiers, analystes) les entreprises cotées et leurs conseillers professionnels (avocats, comptables) comme un monde à part, soumis à ses propres règles. C'est pourquoi la protection du public implique qu'il ne peut plus être question de laisser le marché s'autoréglementer : ses excès et ses défaillances ne lèsent pas seulement ses acteurs, mais bien M. et Mme Tout-le monde.

Le marché s'est révélé perclus de failles si profondes et dramatiques qu'il serait irresponsable de la part des autorités législatives et réglementaires, de le laisser revenir au « business as usual ». Le marché a clairement démontré qu'il n'est fondamentalement pas digne de confiance, et que laissé à lui-même il recherchera toujours son propre intérêt au détriment de celui des investisseurs. Des changements radicaux devront être apportés à la structure, au fonctionnement et au système de valeurs du marché, avant qu'on puisse lui permettre de s'autoréglementer.

Or, les mesures implantées aux Etats-Unis, à grand renfort de tambours, par le *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, n'ont nullement apporté de tels changements.

« Sweeping as this sounds in its breadth, all changes made by the (Sarbanes-Oxley) Act had been discussed among corporate governance and accounting devotees for years. Virtually all were already in effect as a matter of custom or practice and/or due to requirements imposed by stock exchanges, regulators, state law, or other provisions of federal law. (. . .) In this view the changes may be "sweeping" or "far reaching", but they are hardly "reforms". The changes are most likely to have psychological rather than substantive effects. (. . .) At the cynical extreme,

what the Congress and President did in creating this law was exactly the crime for which executives must pay: fooling investors»<sup>4</sup>

Les acteurs du Marché, grâce à leur énorme poids politique, sont parvenus à convaincre sinon à soudoyer les décideurs politiques pour que seule la surface des véritables problèmes soit grattée et qu'il leur soit donné la chance de montrer à nouveau au public investisseur ce dont ils sont capables.

### 3. LES CONFLITS D'INTÉRÊTS

La principale racine des maux dont souffre le Marché tient en deux mots : conflit d'intérêts. La plupart des acteurs du marché, au terme d'un glissement insidieux et continu, sont aujourd'hui dans une position où leur propre intérêt entre directement en conflit avec celui des investisseurs<sup>5</sup>. La crise récente a clairement démontré lequel de ces deux intérêts va toujours l'emporter.

Ainsi que l'a bien observé la revue *The Economist*,

« It is a market driven by conflicts of interest, swelled by covert deals and protected by successful lobbying to prevent stock options from having to be accounted for as an expense, hurting reported earnings. And it has reached into the heart of government»<sup>6</sup>.

La protection des investisseurs requiert de façon impérative que ces conflits d'intérêts soient abolis. Ce n'est pas une réponse acceptable que de dire que ces conflits ont toujours fait et doivent toujours faire partie intégrante du marché et que, conformément à la mentalité prédominante dans le domaine des valeurs mobilières, il suffit d'en faire une pleine divulgation pour protéger adéquatement le public. Ce n'est pas, non plus, une avenue valable que de se contenter d'amenuiser les conflits : si on ne les extirpe pas totalement du système, par amputation s'il le faut, la gangrène et le cancer se propagent inexorablement, jusqu'à le faire mourir. En matière de conflit d'intérêts, on ne peut pas être « un petit peu malade ».

Ces solutions sont préconisées de façon presque convaincante par nombre d'acteurs du Marché. Mais il ne faut pas perdre de vue qu'elles sont mises de l'avant par des personnes en conflit d'intérêts qui veulent pouvoir continuer de l'être. En ceci, la crédibilité des acteurs du Marché, en particulier des plus importants d'entre eux, soit les banques d'investissement, devrait être appréciée à la lumière de leurs récents agissements tels qu'ils sont graduellement dévoilés ainsi qu'à leur empressement à régler hors-cour les poursuites intentées contre eux, plutôt qu'à celle de leur chiffre d'affaires et de leur standing social.

Les conflits d'intérêts ont jusqu'à présent été revêtus d'une aura d'inévitabilité qui tenait du dogme : il est nécessaire que les autorités réglementaires dans l'intérêt des investisseurs, bravent les tabous qui font de ces conflits une zone interdite.

<sup>4</sup> Lawrence A. CUNNINGHAM, « The Sarbanes-Oxley Yawn : Heavy Rhetoric, Light Reform (And it Might Just Work) », Research Paper No. 1, 7 Nov. 2002, Boston College Law School, disponible en ligne à [http://ssrn.com/abstract\\_id=337280](http://ssrn.com/abstract_id=337280).

<sup>5</sup> Voir D. Quinn MILLS, *Wheel, Deal and Steal*, p. 52ss.

<sup>6</sup> *The Economist*, 28 juin 2003, Cahier *Radical Thoughts on our 160th Birthday*, p. 9.

Je m'efforcerais dans les pages qui suivent de mettre en lumière les divers conflits d'intérêts qui pourraient et devraient être franchement remis en question, malgré les dénégations, la résistance et les faux-fuyants des acteurs du Marché qui en sont l'objet.

#### A. Les Bourses

La réglementation proposée aux Etats-Unis et au Canada laisse aux Bourses le soin d'imposer et d'appliquer les règles de régie d'entreprise.

Or, les Bourses sont sous l'influence des acteurs du Marché, et leur rentabilité dépend du nombre de « listings » qu'elles maintiennent. Elles sont donc en position de conflit d'intérêts, car il va dans leur intérêt de ne pas sévir contre les entreprises inscrites à leurs cotes.

M. Claude Lamoureux, directeur général du Ontario Teachers Pension Plan Board, a récemment<sup>7</sup> critiqué, avec justesse, le rôle de régulateur que prétend jouer la TSX, et préconisé que l'application des règles de régie d'entreprise soit confiée aux autorités réglementaires en valeurs mobilières plutôt qu'à une entreprise à but lucratif comme la Bourse. Il a cité l'exemple de l'Angleterre, où le Combined Code est administré non pas par la Bourse de Londres, mais bien le Financial Reporting Council, organisme établi par le gouvernement.

Ses critiques ont porté fruit,, puisque la Commission des valeurs mobilières d'Ontario vient d'annoncer qu'elle prendra en charge la régie d'entreprise des émetteurs, remplaçant en cela la Bourse de Toronto.<sup>8</sup> C'est une excellente nouvelle, car la Commission est beaucoup mieux placée pour veiller à ce que les compagnies se conforment aux lignes directrices de régie d'entreprise, ce que bon nombre d'entre elles négligeaient ou refusaient de faire sous la férule molle de la Bourse.

On a récemment pu se rendre compte jusqu'à quel point la Bourse de New York était indigne d'agir comme championne de la régie d'entreprise : alors que l'un des éléments-clé de cette régie concerne les rémunérations excessives des dirigeants, il a été découvert que la Bourse a octroyé à son président, M. Richard Grasso, une rémunération délirante de 140 millions \$ US.<sup>9</sup> M. Grasso a dû démissionner de son poste, en raison de ce scandale, et des questions ont enfin commencé à être posées publiquement sur la régie d'entreprise de la Bourse de New York : les conflits d'intérêts du président et des membres du comité de compensation, le manque de transparence et le cumul des postes de CEO et de président du conseil, entre autres, ont été soulevés. La capacité même de la Bourse d'agir à la fois comme organe de réglementation et

<sup>7</sup> « TSX should lose power to set governance rules, activist says », *Globe & Mail* du 23 mai 2003. Voir aussi Janet McFARLAND, « TSX needs distance from governance », *Globe & Mail* du 12 février 2003, rubrique « Across the Board ».

<sup>8</sup> Karen HOWLETT, « TSX no longer governance cop », *Globe & Mail* du 20 septembre 2003, p. B1.

<sup>9</sup> Et ceci, c'est après que M. Grasso, interpellé, ait « gracieusement » renoncé à une tranche additionnelle de 48 millions \$! « Grasso's gross-out », *The Economist*, 6 septembre 2003, p. 64. Deux autres dirigeants de la Bourse de New York se sont fait accorder des paies de retraite d'au-delà de 20 millions \$ chacun : Kate KELLY et al, « More officials at NYSE collect big paycheques », *Globe & Mail* du 9 octobre 2003, p. B13; Landon THOMAS, Jr., « Executives due millions on retirement, NYSE says », *Globe & Mail* du 11 octobre 2003.

comme entreprise est mise en doute, et certains avancent la proposition que la réglementation des courtiers et des émetteurs soit confiée à un organisme indépendant de la Bourse<sup>10</sup>.

## B. Les banques et les analystes

Les banques d'investissement et les analystes constituent des acteurs de premier plan des marchés. Les unes et les autres ont figuré en tête de liste des responsables des récents scandales financiers.

L'abrogation du *Glass-Steagal Act*, en 1999, a aboli la séparation qui existait jusqu'alors entre les banques d'investissement et les analystes financiers. Cela a instantanément créé l'un des plus évidents et des plus sérieux conflits d'intérêts : les analystes financiers, payés par les banques d'investissement, se sont systématiquement mis à vanter les mérites des titres des clients de leurs employeurs, même s'ils en doutaient privément.

Banques et analystes se sont enivrés de pratiques douteuses et excessivement rémunératrices.

C'est ainsi notamment que Frank Quattrone, de Crédit Suisse 1st Boston, s'est outrageusement enrichi (plus de 200 millions \$ de 1998 à 2001) en pressurant ses analystes pour qu'ils émettent des rapports favorables sur ses clients; il s'adonnait systématiquement à la pratique illégale du « spinning », soit d'accorder à des clients privilégiés, pdg de gros clients corporatifs, la primeur sur des premiers appels publics à l'épargne d'autres clients, pour maintenir ou augmenter la clientèle de leurs entreprises auprès de la Banque. Sa chute a été précipitée par la publication, en 2002, d'un courriel de sa part incitant ses subalternes à détruire des notes, memos et dossiers alors qu'il savait que la Banque était sous enquête fédérale<sup>11</sup>.

C'est ainsi que MM. Jack Grubman et Henry Blodget, analystes influents chez respectivement Salomon Smith Barney et Merrill Lynch, ont sciemment vanté des titres de clients de leurs employeurs qu'ils savaient sans valeur, pour permettre à leurs employeurs d'obtenir et conserver de lucratifs contrats d'investissement. M. Grubman clamait notamment les mérites des titres WorldCom alors qu'il savait que cette compagnie était en détresse, pour avoir participé à trois réunions de son conseil d'administration pour lui prodiguer ses conseils. Ils ont été condamnés à payer des amendes de respectivement 15 millions \$ et 4 millions \$ (ce qui leur a laissé une fortune en poche) et bannis à vie du domaine des valeurs mobilières.

Ces cas hautement médiatisés ne sont, on s'en doute, que la pointe de l'iceberg. Les milieux bancaires voudraient faire de ces individus des boucs émissaires, et faire oublier qu'ils évoluaient dans une culture généralisée de recherche de profit sans scrupules, approuvée sinon imposée par leurs supérieurs, et ce jusqu'au sommet.

<sup>10</sup> Barry McKENNA, « NYSE faces governance question », *Globe & Mail* du 18 septembre 2003, p. B2; Eric REGULY, « With Grasso Gone, NYSE must now take a good look at itself », *Globe & Mail* du 18 septembre 2003, p. B1, rubrique « To the Point »; Kurt EICHENWALD, « In String of Corporate Troubles, Critics Focus on Board's Failings », *New York Times* du 21 septembre 2003, p. 1.

<sup>11</sup> Aux dernières nouvelles, le 24 octobre 2003 le procès de M. Quattrone s'est soldé par un « mistrial » et la poursuite hésitait à faire un nouveau procès. « So much » pour les sanctions pénales !



Arthur Levitt, dans son livre *Take on the Street*, et D. Quinn Mills, dans *Wheel, Deal and Steal*<sup>12</sup> dénoncent la conduite scandaleuse des analystes qui, au mépris de toute conscience professionnelle, se sont mis à utiliser leurs recommandations d'achat comme appât pour moucher les affaires des banques d'investissements qui les employaient et rémunéraient grassement (en moyenne 10 à 15 millions \$ par année), et leurs recommandations de vente comme punition pour les compagnies qui délaissaient ces banques. Les pseudo « murailles de Chine » érigées entre eux et les banques, dit M. Levitt, « serve more often as marketing tools than a shield against conflicts » (p. 66).

Il s'est créé entre les banques d'investissement et les analystes une « toile de relations dysfonctionnelles » (p. 70). Les analystes ont carrément cessé de faire des recommandations objectives. Du ratio 6 « buy » pour 1 « sell » en 1991, ils sont passés à 100 pour 1 en 2000. Sur les 70 entreprises cotées qui ont fait faillite en 2002, seulement 9,1% ont fait l'objet de recommandations « sell ». Six mois avant la faillite, le taux de « buy » était de 55%, contre seulement 44% de « sell ».

Par ailleurs, il a été démontré que certaines des principales banques d'investissement se donnaient mutuellement des rémunérations clandestines pour que les analystes de l'une donnent des évaluations positives aux titres des clients de l'autre<sup>13</sup>.

Lorsque ces pratiques honteuses ont été mises à jour par le procureur général de l'État de New York, Me Eliot Spitzer, et qu'il a intenté des poursuites pour fraude contre les grandes banques d'investissement de Wall Street et certains de leurs analystes-vedettes, à la fin de 2002, celles-ci ont convenu avec lui, en avril 2003, d'un règlement hors-cour : leur immunité a été acquise en contrepartie du paiement d'une pénalité<sup>14</sup> de 1,4 milliards \$, sans aveu de culpabilité.

Cette somme sans précédent peut sembler astronomique, mais en réalité elle pâlit par comparaison aux 21 milliards \$ de profits réalisés par les banques en 2001 seulement (et c'était la pire année depuis 1995). Ce règlement qui a coûté aux banques 7% de leur profit de l'année a été qualifié de « speed bump » et de « cost of doing business » pour les banques dont les titres ont grimpé aussitôt après.

Ni le *Sarbanes-Oxley Act* ni le règlement avec Spitzer, ne comportent d'obligation pour les banques de couper tout lien avec les analystes<sup>15</sup>. Il n'est nullement question de ramener le *Glass-Steagall Act*.

Il ne semble pas par ailleurs que les banques d'investissement aient à craindre des poursuites civiles en dommages fondées sur les fausses représentations de leurs analystes, si l'on s'en remet

<sup>12</sup> Voir le chapitre 9, « The Corruption of the Analysts ».

<sup>13</sup> Randall SMITH, « Undisclosed payments deal stock research a new blow », *The Wall Street Journal*, 30 avril 2003; Gretchen MORGENSON, « Shopping Spree by the Famous 5 », *New York Times* du 4 mai 2003, rubrique « Market Watch ».

<sup>14</sup> Qui, semble-t-il, est déductible d'impôt ou couverte par de l'assurance : Michael GORMLEY, « Conflict of interest settlement may be write-off », *Globe & Mail* du 24 mars 2003.

<sup>15</sup> Il y a cependant une entente à l'effet de limiter les contacts entre les banques et les analystes et d'interdire la rémunération de ces derniers à même les frais bancaires.

aux jugements du juge Milton Pollack rendus en juillet et octobre 2003, qui ont sans équivoque rejeté un tel recours contre Merrill Lynch<sup>16</sup>.

Au Canada, il n'existe pas d'équivalent du *Glass-Steagal Act*, avec pour conséquence que les conflits d'intérêts sont la règle pour les banques et les analystes. Ceci ouvre la porte à des excès comme celui récemment exposé de CIBC World Markets, condamné à payer une pénalité de 100 000 \$ pour la non-divulgation de ses conflits d'intérêts relativement à des rapports de recherche favorables au sujet de son client, Shoppers Drug Mart. Corp. Dans cette affaire, CIBC World Markets portait quatre chapeaux : prêteur, courtier, actionnaire et analyste. Cette pénalité ne représentait qu'une fraction des bénéfices réalisés par CIBC World Markets du fruit de ses relations avec Shoppers<sup>17</sup>.

Ajoutons que depuis cette taloche sur ses doigts, la CIBC a décidé de mettre en place une barrière pour courriels entre ses banquiers d'investissement et ses analystes, et renforcé à d'autres égards la « muraille de Chine » entre eux<sup>18</sup>. Cette mesure, qui ne semble pas devoir être imitée par toutes les autres banques canadiennes, a pour double avantage de présenter une meilleure image d'indépendance des analystes, et, surtout, d'éviter que des courriels gênant (comme ceux de M. Grubman) ne soient divulgués publiquement et viennent hanter la banque.

Pour compléter ce portrait peu savoureux des banques d'investissement, il faudrait traiter aussi du rôle que certaines d'entre elles sont accusées d'avoir joué dans les scandales Enron et WorldCom, soit d'avoir aidé Enron à cacher ses dettes en participant à des transactions extrêmement lucratives de prêts déguisés, et d'avoir organisé et encouragé par des rapports favorables d'analystes une émission publique de titres de WorldCom destinée à rembourser les avances et prêts bancaires, alors que la déconfiture imminente de cette compagnie était connue<sup>18a</sup>.

Pour couronner le tout, aux dernières nouvelles les banques d'investissement américaines faisaient un intense lobbying (10,5 millions \$ versés en 2001-2002) pour faire retirer du code de faillite une restriction empêchant les « parties intéressées » (ce qui inclut le banquier d'investissement qui a vendu des titres de la compagnie dans les 3 ans précédant la faillite) de conseiller une compagnie durant sa faillite. Si leur initiative réussit, les banques d'investissement pourront continuer à percevoir des honoraires substantiels des compagnies comme WorldCom qu'elles auront financées et conseillées à grands frais jusqu'à la faillite.

Ainsi que le fait remarquer une chroniqueuse du New York Times<sup>19</sup>,

« Outrageous perhaps, but not surprising. Investment banks and corporate America want investors to get over the dreary corporate governance craze already. Failures at Enron and WorldCom are

<sup>16</sup> « Investors lose Merrill suits », *Globe & Mail* du 2 juillet 2003, p. B1; « Merrill lawsuits thrown out », *Globe Mail* du 30 octobre 2003, p. B11.

<sup>17</sup> « CIBC Unit ordered to pay fine », *Globe & Mail* du 28 février 2003.

<sup>18</sup> « CIBC bans e-mail between its investment bankers, analysts », *Globe & Mail* du 11 août 2003, p. B1.

<sup>18a</sup> Voir notamment « Partners in crime », dans *Fortune* du 27 octobre 2003, p. 78, adapté du livre *The smartest guys in the room* de Bethany McLean et Peter Elkin.

<sup>19</sup> Gretchen MORGENSON, « Advisers May get 2<sup>nd</sup> Chance to Fail », *New York Times* du 6 avril 2003, rubrique « Market Watch ».

so five-minutes ago. Never mind about the recent debacle at HealthSouth. It is time to return to business as usual, when corporate executives were worshipped and investment bankers revered. »

Pour ne m'en tenir qu'au conflit d'intérêts banques-analystes, je cite ici les paroles de Michael Den Tandt, chroniqueur du *Globe & Mail*<sup>20</sup> :

«The hypocrisy inherent in the SEC settlement might be a little more palatable if the system were being fundamentally overhauled and improved. It isn't. That would take forced divestitures of research arms from firms who do underwriting business, at a cost of thousands of New York jobs. Nor is anyone prepared to take the obvious and simple step of calling brokerage research by its true name – marketing and letting Wall Street get on with business. That would deny us our scapegoats. The upshot is that, come the next bubble, nothing whatsoever will have changed. »

*avertissement*

L'argument est avancé que les investisseurs avertis connaissent bien la situation conflictuelle des analystes et qu'ils savent prendre leurs recommandations avec les grains de sel nécessaires. Pour les autres investisseurs, il suffit que les analystes les mettent en garde par des *caveat* dans leurs recommandations. Bien que de nos jours la grande majorité des investissements s'effectuent par l'entremise de fonds institutionnels qui souvent ont recours aux services de leurs propres analystes, il n'en demeure pas moins qu'il reste encore des investisseurs individuels qui avec témérité gèrent leurs propres investissements qui risquent d'être induits en erreur par les recommandations faites par ce qu'ils considèrent erronément être des analystes professionnels et objectifs. Au lieu de leur offrir des opinions biaisées, *caveat* ou pas, il serait de loin préférable de leur fournir des opinions fiables. De plus, ces investisseurs ont besoin d'avoir accès à des recommandations de vendre leurs titres au moment opportun, ce que les analystes systématiquement pro-achat ne fournissent plus.

Si les analystes rattachés aux banques ne se libèrent pas entièrement de leurs conflits d'intérêts, (ce qui ne semble pas à la veille de se produire)<sup>21</sup> ils ne devraient pas avoir le droit d'exprimer ou de faire circuler publiquement leurs opinions, et une autre sorte d'analystes, indépendants des banques, devrait voir le jour pour desservir une clientèle autre que celles-ci.

Au strict niveau du principe, la suggestion de se contenter de requérir des analystes qu'ils divulguent leur conflit d'intérêts me paraît absurde.

Lorsque le travail demandé à un expert professionnel consiste à fournir une opinion sur un sujet relevant de son expertise, cet expert doit s'abstenir de donner cette opinion si au départ il se sait en conflit d'intérêts et qu'il sait que son opinion ne sera pas confidentielle.

Son devoir professionnel, dans une telle circonstance, doit consister à décliner le mandat, plutôt qu'à rendre une opinion biaisée assortie d'un avertissement qu'elle l'est. Par comparaison, l'administrateur de personne morale qui a un intérêt dans un contrat conclu avec celle-ci doit non seulement divulguer cet intérêt, mais aussi s'abstenir de délibérer et de voter sur ce contrat.

<sup>20</sup> « Wall Street deal smacks of hypocrisy », *Globe & Mail* du 1<sup>er</sup> mai 2003, chronique « In Focus ».

<sup>21</sup> Voir Gretchen MORGENSON, « Fawning Analysts Betray Investors », *New York Times* du 19 octobre 2003, Cahier « Money & Business », p. 1.

Pour éliminer le conflit d'intérêts il faudrait, au lieu de se fier à des soi-disant « murailles de chine » volontaires ou forcées, par nature poreuses, carrément ramener la séparation entre les banques d'investissement et les analystes qu'imposait le *Glass-Steagal Act*.

Arthur LEVITT déclare à ce sujet :

« The only way to fix this problem is for investment banks to separate their brokerage and research operations. But I'm no Pollyanna. I know that kind of divestiture will never happen unless the firms are forced to do it. »

Il suggère, comme solutions de rechange, soit que toute émission de titres reçoive une évaluation d'un analyste indépendant, tout comme pour les émissions d'obligations; le comité de vérification de la compagnie pourrait s'assurer de l'indépendance de ce second rapport.

Ou encore, les analystes séparés des banques, pourraient constituer une coopérative indépendante financée sinon par l'Etat ou par les investisseurs institutionnels, par des cotisations annuelles des entreprises. De cette manière, leur profession et leurs recommandations pourraient retrouver leur crédibilité.

Au grand minimum, une réglementation stricte des analystes devrait remplacer l'autoréglementation, que l'on persiste à tolérer malgré sa faillite manifeste.

Puisque par ailleurs il appert que jusqu'à présent les banques d'investissement ont impunément pu s'adonner à des pratiques aussi déplorables que le « spinning »<sup>22</sup> et des transactions complexes destinées à masquer des prêts à des clients<sup>23</sup>, et qu'il a été extrêmement lucratif pour elles de ce faire, une réglementation sévère et pourvue de dents, telle la remise de tout bénéfice réalisé en plus de pénalités substantielles, et de peines d'emprisonnement, devrait être envisagée. Voici un domaine où le gouvernement fédéral, qui a juridiction sur les banques, pourrait opportunément intervenir.

### C. Les vérificateurs

Les grands scandales financiers d'Enron, WorldCom, HealthSouth, Global Crossing et autres n'auraient pas pu se produire si leurs vérificateurs externes avaient fidèlement rempli leur mission de contrôle et de surveillance.

<sup>22</sup> Randall SMITH, « CSFB, Citigroup unit face charges of « spinning » IPOs », *Wall Street Journal* du 29 avril 2003; Marcy GORDON, « Morgan pays to settle IPO case », *Globe & Mail* du 2 octobre 2003, p. B11.

<sup>23</sup> En août 2003, J. P. Morgan Chase & Co. et Citigroup Inc. ont accepté de payer 308 millions \$ en règlement d'allégations qu'elles avaient aidé Enron à cacher plus de 8 milliards \$ de dettes : Paul WALDIE, « U.S. Banks will pay to settle Enron claims », *Globe & Mail* du 29 juillet 2003, p. B1. En septembre 2003, trois ex-dirigeants de Merrill Lynch & Co. ont été accusés au criminel pour leur implication dans un prêt déguisé à Enron : Kristen HAYS, « Former Merrill officials charged », *Globe & Mail* du 18 septembre 2003, p. B9. Ce ne sont pas seulement les banques de Wall Street qui sont en cause. La CIBC, la Banque Royale et la Banque Toronto Dominion ont été elles aussi prises à parti pour leurs transactions avec Enron : voir l'article susmentionné du *Globe & Mail*, ainsi que ceux du lendemain, intitulés « TD's transactions larger than thought » et « Skeptical CIBC still did Enron deals ». Le syndic à la faillite d'Enron a même intenté une poursuite de 3 milliards \$ contre six banques, dont la CIBC, alléguant qu'elles « participated in a scheme to manipulate and misstate Enron's financial condition » et sont largement responsables de sa chute : Paul WALDIE, « Enron sues CIBC, five other banks », *Globe & Mail* du 26 septembre 2003, p. B1.

Les vérificateurs sont les principaux « gatekeepers » du marché, car c'est sur eux que repose la fiabilité des résultats financiers affichés par les entreprises cotées en Bourse. La structure corporative, telle qu'établie par les lois, fait des vérificateurs les chiens de garde chargés de s'assurer de la véracité des chiffres fournis périodiquement aux actionnaires par le conseil d'administration. Ils sont, en langage de baseball, le « backstop » qui empêche la balle de se perdre derrière le receveur. Les administrateurs peuvent être exonérés de toute responsabilité s'ils se fondent de bonne foi sur les rapports des vérificateurs pour prendre leurs décisions.

Si l'on permet aux vérificateurs de faillir à la tâche, toute la stabilité et la sécurité du système du marché est compromise. Or, c'est exactement ce qui vient de se produire.

Il serait tentant de jeter le blâme sur quelques « pommes pourries » chez Arthur Andersen, la firme de vérificateurs faillie impliquée dans les dossiers d'Enron et de WorldCom, et de dire que pour le reste il n'y a pas de véritable crise dans le monde de la vérification comptable.

Rien n'est plus faux. Tout d'abord, Arthur Andersen n'en était pas à ses premières armes défailtantes dans Enron et WorldCom : la firme a aussi été impliquée dans les fraudes de Waste Management, Sunbeam, Baptist Foundation et Global Crossing. Quant aux autres des « Big Five », devenus les « Big Four » (ou, du dire de certains, les « Fat Four ») avec la disparition d'Arthur Andersen, elles ont toutes des gros squelettes dans leurs placards : Xerox pour KPMG, HealthSouth et AOL-TimeWarner pour Ernst & Young, Ahold NV et Barings Bank pour Deloitte Touche Tohmatsu et Bristol-Myers, Barings Bank et Tyco pour Price Waterhouse, pour ne citer que ceux-là. La crise est généralisée. Il suffit pour s'en convaincre de regarder le nombre de « restatements », c'est-à-dire de corrections à des résultats financiers publiés, effectués par les compagnies distributrices américaines au cours des dernières années. Ce nombre est passé de 49 par année en moyenne, de 1990 à 1997, à 91 en 1998 (entraînant des pertes de 17,7 milliards \$), 150 en 1999 (24,2 milliards \$) 150 en 1999 (24,2 milliards \$), 156 en 2000 (31,2 milliards \$) et 330 en 2002 (dont 40 par Arthur Andersen à eux seuls)<sup>24</sup>. Un « restatement » constitue ni plus ni moins qu'un aveu que la compagnie a menti dans ses rapports financiers.

Le manque de fiabilité du travail des vérificateurs ressort clairement des statistiques suivantes : entre 1996 et 2001, 54% des bilans des 673 entreprises cotées ayant fait faillite (dont Enron, Global Crossing et WorldCom) ont été approuvés sans réserve par les vérificateurs. Le taux d'approbation a atteint 76% pour les 50 plus grosses faillites, comparativement à 30% pour les 50 plus petites. Il semble que plus la fraude est massive, moins elle est décelée par les vérificateurs.

La principale cause de cette tendance inquiétante serait la nouvelle culture de cupidité et d'appât de gain qui s'est installée chez les grandes firmes comptables au cours de la dernière décennie, telle que décrite par Barbara Ley Toffler dans son livre *Final Accounting* publié en 2003 sur la chute d'Arthur Andersen.

<sup>24</sup> Barry McKENNA, « U.S. earnings restatements leap to record level in 2002 », *Globe & Mail*, 22 janvier 2003, p. B1.

Les grandes firmes ont graduellement délaissé le travail de vérification des comptes pour se mettre à offrir à leurs clients une multitude de services de consultation. Ces services en sont venus à représenter la plus grosse partie (les deux-tiers) des substantiels revenus de ces firmes, au point où pour décrocher des contrats de consultation elles ont réduit à sa plus simple expression le travail de vérification et en ont fait un « loss leader ».

Les firmes comptables se sont ainsi mises en position de conflit d'intérêts. Ainsi que l'explique le professeur de l'Université Columbia, John C. Coffee, Jr., dans son excellent texte « Understanding Enron : It's About the Gatekeepers, Stupid », les comptables sont devenus vulnérables à la pression exercée par les dirigeants de leurs clients. Parce qu'ils tenaient à conserver les lucratifs contrats de consultation, ils ont accepté de fermer les yeux en leur qualité de vérificateurs sur des pratiques douteuses de ces dirigeants, sinon de les aider à en développer.

« In effect, the client can both bribe (or coerce) the auditor in its core professional role by raising (or reducing) its use of consulting of services. »

La solution évidente à cette grave lacune du marché consiste à interdire tout cumul des services de vérification externe et de consultation. Malheureusement, il ne semble pas que les décideurs politiques, fléchis en cette matière par le puissant lobbying des « Big Four », soient résolus à l'adopter.

Aux Etats-Unis, le *Sarbanes-Oxley Act* a fait un grand pas dans la bonne direction en interdisant aux vérificateurs les activités de conseil, mais il a créé une exception pour les lucratifs services de consultation fiscale. De plus, la loi permet aux vérificateurs de rendre les services autres que de vérification approuvés par le comité de vérification des compagnies, et la SEC a adopté en cette matière une série de règles complexes et poreuses; le fait que ces règles aient été conçues sous la férule de Harvey Pitt, président sortant de la SEC, qui avant d'occuper cette fonction était le procureur des firmes comptables, n'est peut-être pas étranger à cet état de choses. . .

On peut douter de la véritable efficacité du contrôle ainsi conféré aux comités de vérification. Ceux-ci devront résister à la pression considérable des vérificateurs, désireux de retenir la plus grande quantité de services de consultation fiscale possible. Ainsi que l'a remarqué avec justesse Mme Barbara Roper, directrice de la protection des investisseurs à la Consumer Federation of America,

« Audit committees are a faible reed to withstand the weight of the responsibility placed on them. »<sup>25</sup>

Au Canada, aucune législation ou réglementation ne sont annoncés sur cette fondamentale question du conflit vérification-consultation. Au contraire, l'Institut canadien des comptables agréés, laissé libre de régler ce sujet par auto-réglementation, semble en voie d'adopter des balises beaucoup moins sévères qu'aux États-Unis, qui continuent de permettre aux vérificateurs de rendre divers services, incluant de vérification interne, jusqu'à concurrence de 40% du

<sup>25</sup> Cassell BRYAN-LOW, « New Audit rules spur limits », *Globe & Mail* du 6 mai 2003.

nombre total d'heures fournies à la compagnie. Ceci n'augure pas bien pour la protection des investisseurs. . .<sup>26</sup>

Le second bras de la réforme en matière de vérification, outre l'élimination du conflit posé par les services de consultation, devrait consister à redonner ses lettres de noblesse à la vérification elle-même.

La vérification externe a été tellement délaissée et réduite à sa plus simple expression, avec une réduction d'honoraires corrélative, par les firmes comptables qu'elle n'est plus vraiment fiable. On entend trop souvent les firmes comptables dire que le rôle du vérificateur ne consiste pas à détecter la fraude : le vérificateur, disent-elles, est un chien de garde, pas un chien de chasse. Les vérificateurs ne possèdent pas à l'heure actuelle les outils ou la motivation financière pour détecter la fraude. C'est justement ceci qu'il faudrait changer – même s'il doit en coûter davantage d'honoraires aux clients, les vérificateurs devraient systématiquement procéder à davantage d'enquêtes, de sondages et de vérification. Leur rapport devrait certifier que les états financiers reflètent fidèlement la situation financière de la compagnie, et non seulement qu'ils ont été préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus. Il n'est tout simplement pas acceptable que des écarts de milliards ou même de millions de dollars entre les chiffres publiés et la réalité, comme on vient d'en connaître à profusion, soient tolérés. De toute manière, une telle mesure est nécessaire pour permettre aux « chief executive officers » et « chief financial officers » des compagnies de pouvoir en toute quiétude certifier la véracité des états financiers, ainsi qu'il leur est requis de faire en vertu du *Sarbanes-Oxley Act* et des dispositions similaires qui ont été ou seront mises en place au Canada<sup>27</sup>.

Si les vérificateurs ne sont pas, à l'heure actuelle, en mesure de jouer un rôle de détectives, il faudra modifier leurs règles de fonctionnement professionnel pour qu'ils le deviennent. Eux seuls, peuvent détecter les fraudes et autres entourloupettes des dirigeants. Ce ne sont certainement pas les quelques administrateurs indépendants dotés d'une certaine expertise comptable et financière que préconisent les nouvelles règles de régulation d'entreprise qui pourront jouer ce rôle essentiel. Ils sont par définition coupés des affaires courantes de la compagnie, et leur intervention épisodique sera inévitablement insuffisante pour leur permettre d'agir comme les policiers qu'on espère qu'ils seront.

Les vérificateurs devraient être responsabilisés davantage, car leur rôle de « gatekeepers » et de « backstop » du marché est essentiel à la protection des investisseurs. Or, on observe au Canada le phénomène inverse, au moment où l'objectif déclaré des décideurs politiques est de rétablir la sécurité des marchés et la confiance des investisseurs.

Non seulement la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* a-t-elle été amendée en décembre 2001 pour remplacer la responsabilité civile solidaire des vérificateurs des sociétés fédérales par

<sup>26</sup> Voir Janet McFARLAND, « Audit Rules must be tougher to satisfy investors », *Globe & Mail* du 7 septembre 2002.

<sup>27</sup> Les articles 302(a)(3) et 906(a) du *Sarbanes-Oxley Act* exigent que le CEO et le CFO certifient, sous peine d'amendes substantielles et d'emprisonnement jusqu'à 20 ans, que les états financiers « fairly present in all material respects the financial condition and results of the operations of the issuer. »

une responsabilité dite « proportionnelle » en cas de faux renseignements financiers<sup>28</sup>, non seulement la *Loi sur les valeurs mobilières* d'Ontario vient-elle d'être modifiée pour plafonner la responsabilité des vérificateurs en cas de faux renseignements sur le marché secondaire<sup>29</sup>, mais en plus le Comité du sénat sur les banques, réceptif aux représentations des comptables, vient d'exhorter le gouvernement à généraliser la responsabilité « proportionnelle » des vérificateurs<sup>30</sup>.

On peut s'interroger sur la logique de ces développements, dans une perspective de protection des investisseurs.

D'une manière générale, il serait rassurant pour les investisseurs de savoir que la conduite des vérificateurs est efficacement contrôlée. Or, l'autoréglementation de ces professionnels ne s'est pas révélée un gros succès<sup>31</sup>. Où sont les enquêtes et les sanctions disciplinaires au lendemain de tous ces scandales et « restatements »?

Aux États-Unis, le *Sabanes-Oxley Act* a créé le Public company Accounting Oversight Board, avec des véritables pouvoirs de réglementations, d'enquête et de sanction, pour remédier à cette lacune dans l'autoréglementation de la profession comptable.

Au Canada, rien de tel ne semble en passe de survenir. La profession comptable a pris les devants en établissant le Canadian Public Accountability Board (Conseil canadien de la reddition de compte), censé remplir des fonctions analogues à l'organisme américain susmentionné. Mais ce Board non statutaire, financé par l'Institut canadien des comptables agréés, n'a aucun véritable pouvoir de sanction et de réglementation. L'autoréglementation de la profession comptable demeure la règle chez nous, avec toutes les lacunes que ceci comporte.

Toutefois, l'Ontario offre peut-être une première lueur d'espoir : elle vient de déposer un projet de loi remaniant la profession comptable sur son territoire, en créant le Public Accountants Council, organisme relativement autonome (sept des quinze membres de ce Conseil ne sont pas des comptables), chargé de superviser cette profession dans l'intérêt public<sup>32</sup>. Il serait bon que les autres provinces suivent cet exemple (quoiqu'en assurant mieux l'indépendance de leurs

<sup>28</sup> *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, art. 237.1 à 237.9. Voir la critique de ce régime faite par Poonam PURI et Stéphanie BEN-ISHAI à (2003) 39 *Can. Bus. L.J.* 36.

<sup>29</sup> *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), art. 138.1, « liability limit », (f). La limite est le plus élevé de 1 millions \$ et des revenus tirés de l'émetteur par l'expert et ses affiliées dans l'année précédant la fausse représentation.

<sup>30</sup> *Après la tempête du siècle : rétablir la confiance des investisseurs*, Rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, juin 2003, p. 24s. Au sujet du lobbying des comptables à travers le monde pour limiter leur responsabilité, voir l'article « Revenge on the nerds », dans *The Economist*, du 31 mai 2003.

<sup>31</sup> D. Quinn MILLS, dans *Wheel, Deal and Steal*, indique qu'en 25 ans d'existence, le « peer revision system » de la profession comptable américaine n'a pas produit un seul rapport négatif sur un vérificateur (p. 84). Par ailleurs, une poursuite vient d'être intentée contre trois des « Big 4 » pour leurs pratiques frauduleuses de facturation : ces firmes auraient chargé à leurs clients, au cours des 10 dernières années, le plein montant des frais de voyage et de séjour de leurs représentants, alors qu'elles en récupéraient jusqu'à 40% sous forme de rabais des compagnies d'aviation, des hôtels et des locateurs de véhicules : « Audit firms are focus of lawsuit, federal probe », *Wall Street Journal* du 17 septembre 2003.

<sup>32</sup> Richard BLOOM, « Accountancy groups at odds over licensing », *Globe & Mail* du 8 septembre 2003, p. B13.



Conseils), et encore meilleur qu'un organisme national, autonome et avec pleins pouvoirs de réglementation, d'enquête et de sanction les chapeaute tous<sup>33</sup>.

Je ne peux terminer cette section consacrée aux vérificateurs sans toucher un mot de la trop grande concentration du marché de la vérification. Il ne reste que quatre méga-firmes de comptables qui se partagent la quasi-totalité (99%, aux Etats-Unis) du marché des émetteurs publics. Les principes élémentaires de la concurrence nous enseignent qu'une telle situation d'oligopole, qui peut empirer demain si les Big Four deviennent les Big Three, Two, ou même le Big One (ce qui peut survenir plus rapidement que l'on croit : il a suffi d'une accusation criminelle (de destruction de documents) pour entraîner la chute du colosse Arthur Andersen), ne peut pas être bénéfique pour les consommateurs<sup>34</sup>. J'ignore si cela est réalisable, mais il me semble que l'État de toute urgence devrait intervenir pour empêcher que la concentration s'amplifie, et, mieux, pour forcer les méga-firmes à se fractionner<sup>35</sup>.

#### D. Les règles comptables

Les scandales financiers d'Enron et des autres ont fait ressortir la faiblesse et la porosité des normes comptables américaines. Celle-ci, exprimées « à l'américaine » sous forme d'un ensemble de règles plutôt que de principes, comportent une infinité de « trous » que des professionnels fûtés peuvent impunément s'ingénier à trouver et utiliser. Les fameuses « Special Purpose Entities » d'Enron utilisées pour cacher des centaines de millions \$ de dettes, en sont un exemple frappant.

Lynn Turner, comptable en chef de la SEC à la fin des années 1990, a révélé dans une interview télévisée au printemps 2002 que

« . . . a relationship developed between Wall Street and the accounting firms whereby, just as soon as a new rule came out ( . . . ) Wall Street and the accounting firms would get together and see if they couldn't figure out ( . . . ) a way to get around the rule : not break it, but yet certainly not comply with its intent and thus hide things from investors »<sup>36</sup>

Ces règles comptables étaient établies par un organisme contrôlé par la profession comptable, le Financial Accounting Standards Board.

Il y avait là un conflit d'intérêts manifeste pour les comptables. En établissant les règles comptables, ceux-ci avaient en tête la marge de manœuvre qu'ils pourraient s'octroyer, la facilitation de leur travail et le souci de limiter leur responsabilité dans leur application.

<sup>33</sup> Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, dans son rapport de juin 2003 susmentionné, déclare avec justesse que « ( . . . ) nous pensons qu'il faudrait un jour envisager de donner un fondement législatif au Conseil canadien de la reddition de compte et de le faire relever d'un organisme de surveillance fédéral, ce qui correspondrait à la situation actuelle aux Etats-Unis » (p. 51). Voir aussi les commentaires de Al Rosen, associé de la firme Accountability Research, cités par Michael LEWIS, « Audit reforms still under fire », *Globe & Mail* du 9 octobre 2003, p. C5.

<sup>34</sup> Voir Olivier PASTRÉ et Michel VIGIER, *Le capitalisme déboussolé*, p. 151s.

<sup>35</sup> Voir « Auditing - Still counting the cost », *The Economist* du 18 octobre 2003, p. 71.

<sup>36</sup> Cité dans *Wheel, Deal and Steal*, de D. Quinn MILLS, p. 85.

Le *Sarbanes-Oxley Act* a éliminé ce conflit en retirant aux comptables le pouvoir de fixer les normes comptables pour le conférer à un organisme indépendant, le Public Company Accounting Oversight Board. Cette loi a aussi chargé la SEC de faire rapport au Sénat et à la Chambre sur l'opportunité de remplacer les règles comptables américaines, « rule-based », par des règles « principle-based » comme les normes internationales et canadiennes, mais personne ne retient son souffle à cet égard.

Au Canada, les principes comptables généralement reconnus (PCGR) sont fixés par le Conseil des normes comptables de l'Institut canadien des comptables agréés, et publiés dans son Manuel. Il ne semble pas être dans les cartes que cette prérogative des comptables (avec le conflit d'intérêts qu'elle sous-tend) soit remise en question.

Je ne suis pas comptable, mais le bon sens me semble dicter, dans l'intérêt de la protection des investisseurs canadiens, que

- les principes comptables canadiens ne devraient pas céder le pas aux règles américaines, qui se sont révélées déficientes, du moins, tant que celles-ci n'auront pas été remaniées de manière satisfaisante; pourtant c'est justement ce que nos autorités en valeurs mobilières viennent de faire, en permettant aux émetteurs canadiens inscrits à une Bourse américaine de présenter leurs états financiers et les rapports des vérificateurs en conformité avec les normes américaines<sup>37</sup>;
- si comme on peut s'y attendre les règles américaines ne sont pas fondamentalement assainies, les principes comptables canadiens devraient plutôt être harmonisés avec les principes établis par le International Accounting Standards Board, qui doivent être utilisés par l'Union Européenne à compter de 2005<sup>38</sup>;
- les principes comptables devraient être simplifiés, en éliminant carrément tous les artifices hors-bilan et autres, pour la plupart inspirés, je le présume, des « règles » américaines, qui sont susceptibles de ne pas présenter fidèlement et clairement la réalité financière de la compagnie, et ce même si cela représente un fardeau fiscal additionnel pour les entreprises; priorité doit être donnée à la transparence;
- les principes comptables devraient être établis ou à tout le moins contrôlés par un organisme indépendant de la profession comptable, avec pouvoir pour celui-ci d'y ordonner des modifications lorsqu'opportun.

#### E. Les dirigeants

Les dirigeants d'entreprises vivent depuis quelque temps dans un monde à part où ils trouvent tout à fait légitime de percevoir pour leurs services des rémunérations absolument exorbitantes (pharaoniques, comme le dit si bien Yves Michaud), sans rapport bien souvent avec le rendement de la compagnie. Les exemples d'abus pullulent et il n'est pas nécessaire de les citer ici. Aux

<sup>37</sup> Instrument national 51-107, proposé le 16 mai 2003 par les autorités canadiennes en valeurs mobilières. Le Directeur des corporations a annoncé, le 29 mai 2003, que les articles 70 et 71 du *Règlement concernant les sociétés de régime fédéral (2001)* seraient amendés pour permettre cette dérogation.

<sup>38</sup> Voir Elizabeth CHURCH, « Accounting leader will not cave », *Globe & Mail* du 21 octobre 2003, p. B5.

« golden hellos », « boni garantis », « golden parachutes », « golden handshakes », « platinum wheelchairs », s'ajoutent de substantielles options d'achat d'actions; pour nombre de dirigeants, le simple fait de se présenter au travail est rémunérateur : les Américains appellent cela « pay for pulse ».

L'un des bons côtés de la crise que traverse actuellement le marché est la prise de conscience et la révolte des investisseurs devant le « executive greed »<sup>39</sup>. *lupédite*

Warren Buffett, président du fonds Berkshire Hathaway, reconnu comme une autorité en matière de placements et du marché, a récemment déclaré que « the acid test for reform will be CEO compensation ».

Or, au lendemain de la crise, alors que l'indice Dow Jones a dégringolé de 17% en 2002, la rémunération globale des pdg des grandes compagnies américaines a grimpé de 15%. Pour les compagnies listées dans le Standard & Poors 500, l'index a baissé de 22%, mais la rémunération moyenne a augmenté de 14% pour atteindre 13,2 millions \$.

Les dirigeants d'entreprises ne semblent pas avoir tiré les leçons requises de la crise boursière, et continuent comme par le passé à se faire octroyer des rémunérations exorbitantes<sup>40</sup>.

Les options de souscription d'actions constituent à n'en pas douter la plus pernicieuse forme de conflit d'intérêts pour les dirigeants. Elles ont sans doute joué un rôle important dans les grandes fraudes d'Enron, WorldCom et autres.

La perspective d'exercer des options de souscription d'actions a opposé l'intérêt à court terme de leurs bénéficiaires à celui à long terme de leurs entreprise. Pour pouvoir exercer ces options et aussitôt revendre les actions à profit, les dirigeants avaient à cœur de maintenir ou même de hausser à court terme, de trimestre en trimestre, la cote de ces actions en Bourse. De là, la tentation irrésistible de maquiller ou de cacher les mauvais résultats, de camoufler des dettes, et de gonfler artificiellement les revenus (« pump and dump », disent les Américains). De là aussi, la tendance, observée depuis quelques années, à ne pas déclarer de dividendes aux actionnaires.

Enron représente un cas extrême où les dirigeants ont, dans les deux ans précédant la faillite, empoché grâce aux malversations comptables qui ont haussé le cours de ses actions, plus de 1,1

<sup>39</sup> Voir *The Economist* du 24 mai 2003, p. 13 (« Revolting shareholders ») et 63 (« Have fat cats had their day? »); Claudia H. DEUTSCH, « Revolt of the Shareholders », *New York Times* du 23 février 2003, Cahier « Money & Business », Janet McFARLAND, « Shareholders show compensation muscle in fight for reform », *Globe & Mail* du 26 février 2003, rubrique « Across the Board », et « Board taking on pay issues », *Globe & Mail* du 15 mai 2003; « The shareholders' revolt »; *The Economist* du 25 octobre 2003, p. 51.

<sup>40</sup> Voir Janet McFARLAND, « Boards rapped over CEO compensation », *Globe & Mail* du 24 avril 2002, p. B1 et « CEOs still racking up option gains », *Globe & Mail* du 11 juin 2003, p. B2, et surtout, le rapport spécial « Executive Pay », dans le Cahier « Money & Business » du *New York Times* du 6 avril 2003. Voir aussi Gretchen MORGENSON, « Greed is Still Good at Some Companies », *New York Times* du 14 septembre 2003, Cahier « Money & Business », rubrique « Market Watch »; Elizabeth CHURCH, « Stock options debate heats up », *Globe & Mail* du 24 septembre 2003, rubrique « Board Games », p. B1; Joann S. LUBLIN, « CEO paycheques grow », *Wall Street Journal* du 3 octobre 2003; « Fat cats feeding », *The Economist* du 11 octobre 2003, p. 64.

milliards \$ de bénéfices sur leurs options de souscription d'actions, alors que les employés et les investisseurs ont tout perdu.

Arthur Levitt, dans un chapitre de son livre *Take on the Street* intitulé « The Numbers Game », raconte le combat perdant qu'il a mené comme président de la SEC, pour exiger que les options de souscription d'actions soient comptabilisées au passif des entreprises. Le lobby des Big Five et de leurs gros clients, en particulier les technologies informatiques, a étouffé cette initiative en 1997.

Voici, en vrac, une liste de mesures suggérées pour réduire les conflits d'intérêts des dirigeants :

- • Interdire carrément l'octroi d'options de souscription d'actions aux dirigeants, et les remplacer par une rémunération monétaire ou des actions de la compagnie.
- • Sinon, au minimum, comptabiliser les options au passif (en ceci, le Canada a pris les devants sur les Etats-Unis; les autorités comptables canadiennes ont en effet amorcé l'implantation de cette mesure, alors que le débat faisait toujours rage chez nos voisins du Sud<sup>41</sup>) et fixer par législation un long délai, un an par exemple, pendant lequel le dirigeant ayant exercé une option devra conserver les actions avant de les revendre.
- • Fixer statutairement un seuil maximal de rémunération (sous toutes formes) pour les dirigeants au-delà duquel un vote favorable des actionnaires est requis pour tout dépassement.
- • Divulguer pleinement les détails des régimes de retraite attribués aux dirigeants, la plus récente « stealth weapon » dans l'arsenal des rémunérations excessives<sup>41a</sup>.
- • Interdire statutairement une rémunération liée au rendement boursier de l'entreprise, plutôt qu'à son rendement commercial. Il n'est pas bon pour une entreprise qu'elle soit gérée par des dirigeants qui ont plus d'yeux pour le « ticker-tape » que pour son succès à moyen et long terme.
- • Éliminer les rapports trimestriels, qui mettent inutilement l'accent sur le court terme<sup>42</sup>.
- • Interdire les prêts ou l'aide financière aux dirigeants. Le *Sarbanes-Oxley Act* l'a fait pour les émetteurs inscrits américains. Au Canada, le législateur fédéral vient d'aller en sens inverse en abolissant, en décembre 2001, l'article 44 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* qui soumettait à des restrictions l'aide financière aux actionnaires. Il serait opportun qu'il se ravise, du moins pour ce qui concerne l'aide financière aux administrateurs et dirigeants.

<sup>41</sup> Le Financial Accounting Standards Board américain fait face à l'opposition de la communauté de haute technologie et des politiciens qui lui sont dévoués, la même qui a empêché la comptabilisation des options en 1997 : voir Elizabeth CHURCH, « Accounting leader will not cave », *Globe & Mail* du 21 octobre 2003, p. B5.

<sup>41a</sup> Voir Janet MCFARLAND, « Firms quietly boosting executive pensions », *Globe & Mail* du 3 novembre 2003, p. B1.

<sup>42</sup> Cette recommandation iconoclaste mais pleine de bon sens provient du livre *Le capitalisme déboussolé*, de Olivier PASTRÉ et Michel VIGIER, Éditions La Découverte, Paris, 2003, p. 190.

La meilleure façon d'éviter que les hauts dirigeants d'entreprises, une fois le marché rétabli, ne se remettent à commettre des fraudes et des abus, consiste à leur enlever la tentation principale que sont les options de souscription d'actions, et à leur démontrer clairement, par des condamnations sévères et en série des perpétrateurs des abus passés, qu'ils ont de grandes chances de se faire prendre et de payer chèrement leurs écarts. Je reviens à ce second moyen plus loin.

D. Quinn Mills soutient que les pdg (« CEO »)<sup>43</sup> américains ont trop de pouvoir, et que la seule stratégie valable pour protéger les investisseurs consiste à restreindre ce pouvoir.

« CEOs have so much power and so many financial resources to make their desires come true that in recent years they have corrupted many of the checks and balances corporate boards, accountants and banks among them. Boards were corrupted by fees and perks, accountants by consulting fees, and investment banks by large transaction fees. Boards became blind, deaf and dumb; accountants became partners in deceiving investors; and banks became co-conspirators in deception.

(. . .) So great is the power of American CEOs that not even the best-intentioned board of directors nor the most alert government regulators can effectively oversee a strong CEO.

(. . .) When a CEO is effective and ethical, our system works well by concentrating enormous power in his or her hands. But when a CEO is ineffective or unethical, or both, our system invites disaster for investors. »<sup>44</sup>

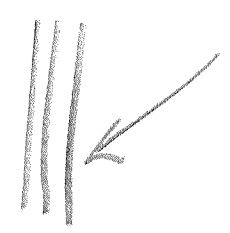
*petits  
beneficiaires*



Tous les grands scandales récents dans Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing, Adelphia et les autres, fait-il remarquer, ont été l'œuvre des CEOs de ces entreprises qui ont agi sans contrôle et dans leur propre intérêt, et soudoyé leurs subalternes et les « gatekeepers » pour qu'ils les aident à atteindre leurs fins.

Il doute que les réformes mises en place en matière de régie d'entreprise pourront être vraiment efficaces.

« If boards reach for greater powers, and reforms that strenghtens them are enacted but CEOs retain most of their powers, then again it's likely that debilitating power struggles will ensue in American corporations. The newly assertive board will come into direct conflict with the CEO who is trying to preserve his or her power. The fact is that American CEOs now dominate their boards and if they are to retain the power they now take for granted, it will be very difficult for them to allow outside directors the greater access to management and greater input to decisions about accounting auditing and executive compensation for which investors are clamoring . »<sup>45</sup>



J'invite le lecteur à lire le chapitre 14 de *Wheel, Deal and Steal*, intitulé « Restraining the Imperial CEO », pour prendre connaissance des intéressantes recommandations du professeur Mills sur cette question. Je me contenterai de citer la première d'entre elles, car elle est devenue un leitmotiv à force d'être répétée par nombre d'intervenants : le CEO ne doit pas présider le conseil d'administration. La tâche du conseil consistant à superviser la gestion de la compagnie par la direction, le fait d'être dominé par l'individu même qu'il est chargé de surveiller ne peut,

*"détournement de fonds"*

<sup>43</sup> Les « Chief embezzlement officers », tels que humoristiquement définis à la page 81 de son livre.

<sup>44</sup> D. Quinn MILLS, *Wheel, Deal and Steal*, p. 184.

<sup>45</sup> *Idem.*, p. 192.

en toute logique, que le handicaper. Pour le CEO, porter aussi le chapeau de président du conseil est un conflit d'intérêts évident. Or, c'est aux conflits d'intérêts qu'il faut s'attaquer.

#### F. Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels ou « zinzins » comme certains les appellent, c'est-à-dire les fonds mutuels et les caisses de retraite, détiennent plus que la majorité (58%) des actions de la plupart des sociétés cotées en Bourse. Les fonds mutuels gèrent entre 6 et 7 trillions \$ de fonds d'investisseurs. En tant qu'actionnaires dominants, ils ont des pouvoirs considérables et pourraient s'ils le voulaient, imposer aux entreprises des strictes règles de régie d'entreprise, et y nommer des administrateurs chargés d'en surveiller pour eux la mise en application.

Les zinzins ont été lamentablement inertes jusqu'à ce que survienne la crise, s'abstenant de toute ingérence dans la gestion et la régie des entreprises et donnant systématiquement leurs procurations à la direction. Peut-être leur vigilance aurait-elle pu permettre d'éviter bien des dégâts.

Certains des principaux investisseurs institutionnels canadiens, au lendemain des scandales et de la chute des Bourses, se sont mis à émettre des bruits encourageants, en formant la Canadian Coalition for Good Governance, et en s'engageant à veiller à la bonne régie d'entreprise<sup>46</sup>. Il était plus que temps que ces institutions commencent à assumer leurs devoirs et leurs responsabilités. L'influence de cette Coalition, qui regroupe 23 membres dont l'Ontario Teachers Pension Plan Board, le Alberta Teachers Retirement Fund Board, le Canada Pension Plan Investment Board et Jarislowsky Fraser Ltd. et gère des actifs d'au-delà de 425 milliards \$, pourrait être déterminante, bien plus que toute réglementation. Elle vient de publier en septembre 2003 ses propres lignes directrices de régie d'entreprise, qu'elle entend faire appliquer aux compagnies dans lesquelles ses membres investissent<sup>47</sup>.

En fait, la structure du marché boursier actuel, dominé comme il l'est par les investisseurs institutionnels, milite en faveur de solutions axées sur leur plus grande intervention dans la régie d'entreprise. Ces investisseurs sont mieux placés que le conseil d'administration, aussi indépendant ou compétent soit-il, pour contrôler les hauts dirigeants trop puissants. C'est ce qu'ont compris les décideurs d'Angleterre, ainsi qu'en fait état Me Andrée DeSerres dans son texte publié dans le présent livre.

Il a été suggéré<sup>48</sup> de ne pas compter sur la bonne volonté trop récente des investisseurs institutionnels, et de leur imposer statutairement et judiciairement le devoir d'assumer certaines obligations liées à la propriété des actions. Leur devoir « fiduciaire » d'agir dans l'intérêt des

<sup>46</sup> Janet McFARLAND, « Good governance group set », *Globe & Mail* du 12 avril 2003, p. B3.

<sup>47</sup> Janet McFARLAND, « Governance Coalition's guidelines signal it's not going to go away », *Globe & Mail* du 7 septembre 2003, p. B2. Les lignes directrices sont disponibles en ligne à <http://www.ccg.ca/web/website.nsf/web/ccggguidelines>.

<sup>48</sup> Par Robert MONKS et Allen SYKES, dans leur rapport de 2002 au Centre for the Study of Financial Innovation, intitulé *Capitalism without owners will fail*, dont fait état *The Economist*, Cahier *Radical Thoughts on our 160th Birthday*, 28 juin 2003, p. 13.

investisseurs bénéficiaires devrait se manifester par un vote actif (au lieu des habituelles abstentions ou procurations données à la direction) sur les affaires des compagnies, et une divulgation de ce vote aux bénéficiaires, pour que ceux-ci puissent déterminer si leurs intérêts ont bien été servis. Notamment, ils devraient voter contre les rémunérations excessives et les mesures de protection de la direction. De plus, les investisseurs devraient avoir le droit et l'obligation de proposer la nomination d'au moins trois administrateurs indépendants dans toutes les grandes compagnies<sup>49</sup>.

Cependant, avant de se mettre à jouer ce rôle proactif de protection du public investisseur, les investisseurs institutionnels ont un sérieux ménage à faire dans leur propre régie d'entreprise. La plaie des conflits d'intérêts les touche eux aussi, et ils doivent prendre ou sinon se faire imposer diverses mesures correctrices.

Dans le chapitre « The Seven Deadly Sins of Mutual Funds » de son ouvrage *Take on the Street*, Arthur Levitt déclare :

« The industry has a lot to answer for, and it has been slow to respond to criticism. The way the funds are sold and managed reveals a culture that thrives on hype, promotes short-term trading and withholds important information. »<sup>50</sup>

→ *hottage publicitaire*

Il dénonce, entre autres, les informations trompeuses fournies par les fonds sur leur véritable rendement, leurs frais excessifs et cachés<sup>51</sup> leur manque de transparence sur la rémunération de leurs dirigeants (qui se situe en moyenne à 436,500 \$ par année), la passivité et la complaisance de leurs administrateurs (Warren Buffett dit que les fonds mutuels « choose their directors from the kennels of Chihuahuas, not Dobermans »)<sup>52</sup> et leurs pratiques répréhensibles telles le « front-running », les « kickbacks », les « soft dollars », etc.<sup>53</sup>

←

À cette liste, il faut ajouter les commissions payées aux gérants des fonds « in-house » qui privilégient l'achat des titres des clients des banques qui contrôlent ces fonds<sup>54</sup>, et les pratiques interdites du « timing » et du « late trading » récemment dénoncées par le procureur général de New York, Eliot Spitzer.<sup>55</sup>

<sup>49</sup> Voir à ce sujet Deborah SOLOMON, « Pensions oppose SEC plans », *Wall Street Journal* du 3 octobre 2003.

<sup>50</sup> *Take on the Street*, p. 43.

<sup>51</sup> Voir Floyd NORRIS, « For mutual funds, calls for reforms », *New York Times*, 15 juin 2003, rubrique « Investing »; Rob CARRICK, « Fund industry isn't reasonable when it comes to fees », *Globe & Mail* du 12 juin 2003; Amanda LANG, « Management fees are too high across the board », *Globe & Mail* du 30 juin 2003, p. B4.

<sup>52</sup> *Take on the Street*, p. 58. Voir aussi Deborah SOLOMON et Aaron LUCCHETTI, « Legislator slams mutual funds », *Globe & Mail* du 13 mars 2003.

<sup>53</sup> Voir « Unbundling », *The Economist*, 12 avril 2003, p. 67.

<sup>54</sup> Voir « Secret affair », *The Economist*, 26 juillet 2003, p. 67.

<sup>55</sup> Barry MCKENNA, « Spitzer's spotlight shows fund risks », *Globe & Mail* du 5 septembre 2003, p. B4. Voir aussi Patrick MCGEEHAN, « Reform Knocks. Will Funds Answer? », *New York Times* du 7 septembre 2003, rubrique « Market Watch »; Samuel MAULL, « Broker pleads guilty to late trading », *Globe & Mail* du 3 octobre 2003, p. B8; Floyd NORRIS, « Can Confidence Be Restored? », *New York Times* du 5 octobre 2003, Cahier « Mutual Funds Report », p. 1; « America's mutual funds – The scandal spreads », « *The Economist* » du 11 octobre 2003, p. 75; Barrie MCKENNA, « Mutual fund reform gathers steam in U.S. », *Globe & Mail* du

En particulier, les conflits d'intérêts suivants devraient être réprimés ou soigneusement contrôlés :

- Le conflit fonds-banque, incitant le fonds à privilégier indûment l'achat et la détention de titres de clients de la banque auquel il est affilié<sup>56</sup>;
- Le conflit fonds-courtier, exemplifié par la pratique répandue des « soft commissions », c'est-à-dire le paiement de commissions plus élevées, en retour de « rabais » destinés à permettre l'achat de recherche et de software, mais utilisés plutôt pour payer des salaires, loyers et vacances non divulgués.

Aux Etats-Unis, la SEC semble décidée à mettre en place un « Compliance Program » à l'intention de l'industrie des fonds d'investissement, qui doit aborder ses pratiques douteuses<sup>57</sup>. Il faut espérer que ce programme ne s'en remettra pas trop à l'auto-discipline de cette industrie. Il faut aussi espérer que le Canada fera ses propres pas dans la réglementation du château-fort des investisseurs institutionnels.

#### 4. LA VOLONTÉ DE L'ÉTAT

La Bourse a parfois été comparée à un casino où les investisseurs et spéculateurs (les gros joueurs) viennent jouer. Les joueurs, dit-on, connaissent les risques et doivent s'attendre à perdre, et ils n'ont qu'eux-mêmes à blâmer si leur fièvre du jeu a créé une bulle qui a fini par éclater. L'État n'a pas à intervenir, conclut-on. Or, ce beau raisonnement ne tient plus à partir du moment où il s'avère qu'au casino, les dés sont pipés, les règles du jeu sont faussées, les croupiers sont malhonnêtes et les pickpockets ont des passes d'entrée. Dans de telles circonstances, la protection des joueurs exige que les autorités ferment le casino ou le mettent sous tutelle et ne le laissent rouvrir qu'une fois les correctifs requis apportés. C'est cela qui devrait se produire avec les marchés boursiers.

Ainsi que le résume très bien D. Quinn Mills :

« (. . .) the securities industry is broken- it's sending fundamentally flawed signals to investors and causing them to lose great amounts of money, while it's making corporate CEOs and financial professionals rich. »<sup>58</sup>

Devant l'échec retentissant de l'autoréglementation du marché, il est nécessaire et urgent que l'État intervienne pour prévenir une récurrence de ses acteurs au moyen d'une législation et d'une réglementation musclées. Le temps pour ce faire est maintenant, alors que les ravages causés par les abus sont encore frais aux mémoires. Il est clair que les acteurs du marché vont déployer tous leurs efforts et leurs arguments pour que les décideurs se traînent les pieds, dans l'espoir qu'une relance des Bourses survienne et fasse dissiper la pression politique et oublier la nécessité de réformer le système en profondeur. Si cela se produit, la porte restera ouverte pour une nouvelle

---

4 novembre 2003, p. 81. Voir aussi « Ex-Alger executive enters guilty plea in fund case », *Globe & Mail* du 17 octobre 2003, p. B11.

<sup>56</sup> Voir Tom LAURICELLA, « SEC may act against Morgan », *Globe & Mail* du 15 octobre 2003.

<sup>57</sup> Deborah SOLOMON, « SEC likely to tighten fund rules », *Wall Street Journal* du 24 septembre 2003.

<sup>58</sup> D. Quinn MILLS, *Wheel, Deal and Steal*, p. 51.



série d'abus, et on peut prédire sans risque d'erreur que les investisseurs seront floués à nouveau à court ou à moyen terme.

Si nos dirigeants politiques veulent vraiment protéger les investisseurs, ils ne doivent cependant pas se contenter de promulguer une nouvelle série de règles. Les règles, en effet, ne sont bonnes que si leur respect est sanctionné, et que tous savent qu'il le sera. Une pancarte le long d'une autoroute fixant une limite de vitesse n'est d'aucune utilité si les automobilistes savent qu'ils peuvent excéder cette limite sans risque de recevoir de contravention.

Or, en matière de valeurs mobilières, les pancartes pullulent, mais les policiers qui veillent à leur respect sont rares, mal équipés et notoirement inefficaces<sup>59</sup>.

Comme l'a fait remarquer avec justesse Warren Grover,

« Canadian regulators make a lot of rules but seldom appear able to enforce them. »<sup>60</sup>

Stephen Jarislowsky, coloré fondateur du fonds d'Investissement Jarislowsky Fraser Ltd., va plus loin :

«The greatest weakness of the regulatory system is that it does not protect investors. There is ever more red tape and no real enforcement ! The crooks rarely go to jail and sums levied on them favour the odds on the criminals for any amateur gambler! »<sup>61</sup>

Les dirigeants d'entreprise et les « gatekeepers » qui ont commis les abus que l'on sait se sont à coup sûr enrichis grassement en violant une pléthore de règles déjà existantes. Bien peu d'entre eux n'ont été jusqu'à présent incommodés par des poursuites, civiles ou criminelles<sup>62</sup>. Les rares qui ont été interpellés par les autorités ont réglé les poursuites hors-Cour, sans aveu de culpabilité, et payé des indemnités dérisoires par rapport aux gains réalisés et au moment d'écrire ces lignes, un seul, et non des plus importants, a écopé d'une peine d'emprisonnement<sup>63</sup>. Tous les perpétrateurs ont empoché suffisamment d'argent pour pouvoir se payer les services des meilleurs avocats, et grâce à leurs services, ils ne seront éventuellement obligés, au pire, que de remettre une partie de leurs gains. Pour eux, le crime a payé.

<sup>59</sup> C'est l'opinion générale dans les milieux des affaires canadiens. Voir Karen HOWLETT, « Securities review reveals discontent », *Globe & Mail* du 28 juillet 2003, p. B1.

<sup>60</sup> « The Canadian Outside Director : Great Expectations », (2003) 38 *Can. Bus. L. J.*, 349, p. 351.

<sup>61</sup> Citation tirée de l'article mentionné *supra*, note 59.

<sup>62</sup> À la fin de 2002, seulement 10 dirigeants, dont 2 CEOs, avaient été mis en accusation. Voir « The ex-bosses fight back », *The Economist*, 12 avril 2003, p. 56s. En Oklahoma, des poursuites ont été intentées contre six dirigeants de MCI (anciennement WorldCom), incluant le CEO Bernard Ebbers et le CFO Scott Sullivan : 15 chefs d'accusation au criminel, punissables de 10 ans de prison chacun, ont été déposés contre chaque dirigeant qui ont tous plaidé non-coupable : Ron JENKINS, « WorldCom CFO enters plea », *Globe & Mail* du 18 septembre 2003, p. B9.

<sup>63</sup> Il s'agit d'un trésorier d'Enron, Ben Glisan, qui a été condamné à 5 ans de prison, la peine maximale. Voir « First ex-Enron official jailed », *Globe & Mail* du 11 septembre 2003. Il faut ajouter à cette liste le nom de David Delainey, CEO d'une filiale de Enron, qui a réglé des poursuites de fraude le 30 octobre 2003 en remettant le profit de 4,26 millions de dollars réalisé sur la vente d'actions d'Enron plus une amende de 3,74 millions de dollars pour échapper à 10 ans de prison pour délits d'initié.

Un spécialiste de l'éthique des affaires a bien synthétisé cette situation aberrante : « C'est comme de dire à un voleur de banque qu'il n'ira pas en prison s'il rend une partie de l'argent.<sup>64</sup> »

D. Quinn Mills, dans son ouvrage *Wheel, Deal and Steal*, soutient avec raison que tant que les acteurs du marché croiront qu'ils peuvent s'enrichir en contournant ou défiant impunément ou presque les règles du jeu, ils continueront à le faire, peu importe si ces règles sont resserrées. Une réforme qui n'est pas accompagnée de l'effet dissuasif de punitions sévères des perpétrateurs n'assurera pas la protection des investisseurs.

Une véritable volonté de la part de l'État de protéger les investisseurs devrait prendre les formes suivantes :

- S'assurer que tous les perpétrateurs des abus passés, incluant les dirigeants responsables et les conseillers professionnels, soient poursuivis et punis avec toute la rigueur de la loi, sans règlements hors-Cour<sup>65</sup>. Il faudrait, idéalement, que non seulement ils soient tenus de remettre tous les profits indûment réalisés, mais qu'en plus la punition leur fasse suffisamment mal (amendes, interdictions d'exercice et emprisonnements) pour que personne ne soit tenté d'imiter leur conduite.
- Si les lois ne permettent pas d'en arriver à un tel résultat, les amender pour qu'elles soient assez claires et sévères pour le permettre à l'avenir. Au Canada, ceci vise non seulement les lois des valeurs mobilières, mais aussi le Code criminel.
- Hausser le budget et le personnel des agences chargées de l'exécution des lois en matière de valeurs mobilières pour leur permettre de bien jouer leur rôle. Il ne suffit pas de durcir les lois, il faut que l'État « mette l'argent où est sa bouche ». Le sérieux de la réforme se mesurera à l'aune du budget qui y sera consacré plutôt que de la rhétorique utilisée.

« C'est bien beau d'ouvrir les vannes, encore faut-il être par la suite, capable de réguler le débit. Si l'État n'a pas pu le faire c'est d'une manière ou d'une autre qu'il ne l'a pas voulu. Quand on voit, pour ne prendre qu'un exemple, les modestes moyens dont dispose la SEC américaine et les missions essentielles qui lui sont conférées par le gouvernement des États-Unis, on ne peut s'empêcher de penser que l'État est complice des débordements qu'aujourd'hui il condamne. Reste maintenant, pour lui, à en prendre acte »<sup>66</sup>.

Si l'État n'est pas capable ou résolu à financer adéquatement les organismes de réglementation du Marché, la réglementation sera illusoire. Elle ne protégera pas les investisseurs mais jouera à leur détriment en freinant le bon fonctionnement des entreprises et du Marché par ses tracasseries bureaucratiques. On peut se demander si à

<sup>64</sup> Paul Lapidès, de l'Université Kennesaw, cité par Eric LEGER, loc. cit. *infra*, note 73.

<sup>65</sup> La SEC semble s'être engagée sur la bonne voie, en durcissant sa politique de règlement : Voir Deborah SOLOMON, « SEC could make violators admit guilt, pay penalties » et « SEC toughens settlement rules », *Wall Street Journal* des 16 juin 2003 et 4 août 2003.

<sup>66</sup> Olivier PASTRÉ et Michel VIGIER, *Le capitalisme déboussolé*, p. 33s. Voir les statistiques démontrant l'insuffisance des fonds et du personnel de la SEC à la p. 175 de *Wheel, Deal and Steal*.

tout prendre une autoréglementation mieux supervisée du Marché ne serait pas préférable à une réglementation sans personnel et fonds suffisants.

- S'il s'avère impossible de réaliser à court terme un consensus entre les diverses juridictions provinciales, songer sérieusement à créer un organisme national chargé de protéger les investisseurs. Il serait de toute manière beaucoup plus productif et efficace que les activités d'enquête, de poursuites et d'adjudication en matière à tout le moins de fraudes en valeurs mobilières soient centralisées, chaque juridiction, y inclus le fédéral, contribuant au budget commun. Les querelles de clocher qui caractérisent le domaine des valeurs mobilières ne peuvent plus durer si l'on veut servir vraiment l'intérêt du public investisseur. Voici un autre conflit d'intérêts qu'il faut abolir.
- Cesser de miser sur l'autoréglementation du marché en matière de régie d'entreprise. Au lieu de suggérer aux entreprises des lignes directrices qu'elles sont libres de suivre ou non et de les tenir à divulguer les quoi et pourquoi de leurs choix, il faudrait rendre ces lignes directrices obligatoires<sup>67</sup>, et a pour toutes les entreprises inscrites, quelle que soit leur taille. Les investisseurs n'ont pas moins besoin de protection par rapport aux plus petits émetteurs, bien au contraire. Les lignes directrices de régie d'entreprise seront prises en charge par la Commission des valeurs mobilières d'Ontario, remplaçant la Bourse de Toronto réticente à forcer leur application<sup>68</sup>. Toutefois, ces lignes directrices conserveront leur aspect volontaire, ce qui est insuffisant.
- Ne jamais laisser au conseil d'administration ou un de ses comités le pouvoir de déroger à ces règles de régie d'entreprise, même s'il estime (ou du moins déclare qu'il estime) que la dérogation est dans le meilleur intérêt de la compagnie. Ces règles visent à protéger les investisseurs, et il n'appartient pas aux compagnies de réduire cette protection sous prétexte qu'il va dans leur intérêt de le faire. Les dérogations devraient être autorisées par un organe qui n'est pas en conflit d'intérêts, soit la Commission ou le tribunal.
- Responsabiliser davantage les administrateurs des compagnies canadiennes en réduisant la portée de l'arrêt *In re City Equitable Fire Insurance Co.* et du « business judgment rule » à l'américaine. Cette règle, ou plutôt la série de « processés » que la pratique américaine a développé pour la contourner (avec recours à de multiples comités « indépendants ») a pour effet pervers de mettre en second plan, sinon de faire oublier, le principe que les administrateurs ont des devoirs de diligence et de prudence envers la compagnie qui incluent le devoir de surveillance des dirigeants. Il est plus que temps que les administrateurs soient appelés à répondre personnellement de leur incurie, lorsque surviennent des scandales du type Enron<sup>69</sup>, WorldCom, Adelphia, Bre-X ou Barings Bank.

Les règles de régie d'entreprise que l'on est en train de mettre en place, avec leur insistance sur des comités composés d'administrateurs indépendants et compétents

<sup>67</sup> C'est ce que recommandait l'auteur du rapport Dey lui-même, M. Peter Dey, dans des interventions récentes.

<sup>68</sup> Voir *supra* », note 8.

<sup>69</sup> Voir « SEC Isn't Likely to Discipline Enron Board », *Wall Street Journal*, 25 septembre 2002, p. C1.

financièrement, sont un pas de plus dans la mauvaise direction du « process » américain et de la déresponsabilisation des administrateurs.

- Remettre en question l'indemnisation systématique des administrateurs par la compagnie, s'ils ont commis une faute dans leurs devoirs de diligence et de prudence. Dans l'état actuel des lois corporatives, lorsque les dirigeants d'une compagnie règlent hors Cour une poursuite des autorités en valeurs mobilières sans aveu de culpabilité (et jusqu'à nouvel ordre c'est généralement ce qui se produit), la compagnie est tenue de leur rembourser tous leurs frais légaux. Par exemple, les actionnaires de Xerox ont récemment appris que leur compagnie paierait la grosse majorité (19 millions \$) des 22 millions \$ de pénalités imposées à six de ses dirigeants à l'issue de poursuites pour irrégularités comptables réglées hors-Cour<sup>70</sup>.

Ces deux dernières suggestions ont, j'en suis conscient, un côté utopique, car elles seront vraisemblablement contrées par la crainte, constamment nourrie par les représentants du monde des affaires auprès des décideurs politiques, que leur mise à exécution risque de transformer les conseils d'administration canadiens en déserts. Dans de telles conditions, entendra-t-on, personne ne voudra agir comme administrateur. À ceci, je répondrais que c'est là l'épouvantail qui a été brandi à chaque fois que des mesures contraignantes (telles les lignes directrices de régie d'entreprise) ont été imposées aux administrateurs, et qu'il n'a pas manqué de volontaires pour occuper cette fonction par la suite. L'intensification des devoirs et des risques s'accompagne d'une hausse corrélative de la rémunération<sup>71</sup>, avec pour conséquence que le poste d'administrateur conserve son attrait.

C'est peut-être trop demander à l'État que de prendre des mesures vraiment efficaces pour protéger les investisseurs, alors que ses représentants sont obnubilés par le puissant lobbying et les somptueuses contributions financières à leurs caisses électorales des acteurs du Marché. Ces représentants sont contaminés par un énorme conflit d'intérêts, le dernier dans notre liste et non le moindre. On peut néanmoins espérer que nos décideurs bénéficient de plus d'autonomie par rapport à ces acteurs que leurs homologues américains, qui semblent totalement dans leur manche.

Tout le débat, au Canada, semble tourner autour de la question de l'importation plus ou moins intégrale du *Sarbanes-Oxley Act*.

Des intervenants prônent l'harmonisation avec cette loi : on peut citer à cet égard la Commission des valeurs mobilières d'Ontario par la bouche de son président, M. David Brown, et le Advisory Committee on Corporate Responsibility Review, regroupant six des plus grandes compagnies canadiennes<sup>72</sup>. D'autres considèrent le *Sarbanes-Oxley Act* comme trop contraignant pour le marché canadien, composé principalement d'émetteurs de moindre

<sup>70</sup> Gretchen MORGENSON, « Shareholders Will Pick Up the Bill This Time, Too », *Globe & Mail* du 8 juin 2003, rubrique « Market Watch ». Celle-ci dit avec justesse « But requiring shareholders to pay regulators' penalties certainly adds insult to injury. It illuminates yet another failing in corporate governance. . . »

<sup>71</sup> Michael ONEAL, « Expectations (and Pay) Climb for Directors », *New York Times* du 6 avril 2003, Cahier « Money & Business », p. 10.

<sup>72</sup> Voir « Six firms seeking stricter regulatory reforms », *Globe & Mail* du 5 juin 2003, p. B1.

envergure et à actionnariat concentré, et préconisent des mesures canadiennes plus souples : c'est le cas notamment du Comité sénatorial permanent des banques du commerce, dans son rapport de juin 2003, et de Mme Barbara Stymiest, présidente de la Bourse de Toronto.

Pratiquement aucun intervenant, hormis peut-être à certains égards M. Claude Lamoureux, président du Ontario Teachers' Pension Plan, et M. Yves Michaud, fondateur de l'Association de protection des épargnants investisseurs du Québec (APEIQ), qui se dit « las de labourer la mer », (M. Stephen Jarislowsky, fondateur de Jarislowsky Fraser Ltd., se dit désabusé voire écoeuré devant l'inefficacité de tout le système réglementaire et trouve qu'il est déjà trop élaboré) ne se place du côté des investisseurs pour suggérer des mesures de protection de ceux-ci excédant celles de la loi américaine.

Et pourtant, si nos décideurs politiques avaient vraiment à cœur la protection des investisseurs et qu'ils ne se laissent pas fléchir par le désir de déranger le moins possible les habitudes de nos dirigeants d'entreprises et acteurs du marché, ils prendraient le *Sarbanes-Oxley Act* non pas comme un seuil maximal d'intervention, mais bien comme un simple point de départ. Au lieu de se contenter de « serrer la vis » sur la régie d'entreprise, ils adopteraient des lois et des règlements qui s'attaquent à la véritable racine de la crise que traversent les marchés boursiers, soit les conflits d'intérêts qui corrompent leurs acteurs et rongent tout le système.

Le *Sarbanes-Oxley Act* est en réalité un trompe-l'œil, une poignée de poudre aux yeux hâtivement concoctés par des politiciens muselés ou téléguidés par les acteurs du marché, dont l'objectif est de rétablir la confiance des investisseurs, plutôt que de les protéger efficacement. Cette loi ne remet nullement en question la sacro-sainte dérégularisation, qui avait ouvert la porte aux scandales d'Enron et les autres; elle ajoute une épaisseur de règles (certification des états financiers, comité de vérification resserré) à la série de « processus » tenant lieu de principes pour la régie des entreprises, mais ne s'attaque pas aux conflits d'intérêts des « gatekeepers » ou des dirigeants d'entreprises, autre source des abus. C'est un leurre visant à convaincre le public investisseur à se fier à nouveau à un système gangrené sans purger ou soigner ce système.

Aux États-Unis, les décideurs politiques paraissent avoir mis tous leurs œufs dans le maigre panier du *Sarbanes-Oxley Act*. Alors que la SEC et la Bourse de New York sont à toute fin pratique inertes, seul le procureur général de New York, Eliot Spitzer pousse les choses plus loin et s'attaque aux châteaux-forts des acteurs du marché de Wall Street<sup>73</sup>. Sa croisade personnelle, motivée aux dires de certains par des ambitions politiques, a permis de mettre quelque peu à jour les manigances des banques d'investissements et des analystes, et plus récemment les conflits d'intérêts qui corrompent le fonctionnement des fonds mutuels et des « hedge funds »<sup>74</sup>. La première de ces démarches a débouché sur un règlement hors-Cour qui a à peine effleuré les bénéfices réalisés par les banques et les laisse libres de continuer à s'auto-réglementer. La seconde ne devrait pas avoir de résultat plus probant.

<sup>73</sup> Voir Eric LEGER, « Le shérif de Wall Street », *Le Monde*, 15 septembre 2003.

<sup>74</sup> Voir Patrick McGEEHAN, « Reform Knocks. Will Funds Answer? », *New York Times* du 7 septembre 2003, rubrique « Market Watch »; Gretchen MORGENSON, « Who's Watching Your Fund Manager? », *New York Times* du 14 septembre 2003, Cahier « Money & Business », p. 1; Diana B. HENRIQUES, « Spitzer Casting A Very Wide Net », *New York Times* du 12 octobre 2003, Cahier « Money & Business », p. 1.

Il semble de plus en plus évident que les Américains ne feront pas de vrai ménage dans leur système boursier, alors que celui-ci en aurait désespérément besoin. Est-ce là le modèle que le Canada devrait imiter? Ne devrions-nous pas plutôt faire de notre marché un îlot de salubrité, qui pourrait éventuellement supplanter celui de New York en attirant les émetteurs et les investisseurs américains dégoûtés de sa corruption? Au lieu de défavoriser nos émetteurs et acteurs du marché, ne pourrait-on pas, au contraire, leur conférer de la sorte un avantage concurrentiel majeur?

##### 5. LES ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS- UNE SOLUTION VALABLE?

Le *Sarbanes-Oxley Act* aux États-Unis, le *Combined Code on Corporate Governance* en Angleterre tel que modifié en juillet 2003, et les nouvelles règles adoptées par la SEC et la Bourse de New York et annoncées par celle de Toronto, mettent tous l'accent sur le rôle primordial que doivent jouer les administrateurs « indépendants » dans la régie d'entreprise. Non seulement la présence dans le conseil d'administration d'une forte proportion (allant selon le cas jusqu'à la moitié du conseil, dont le président du conseil) d'administrateurs sans attaches à la direction est-elle censée garantir un certain contrôle des agissements des hauts dirigeants, mais en plus le fait que le comité de vérification soit composé entièrement d'administrateurs indépendants ayant sinon (pour l'un d'eux) une expertise financière, du moins une bonne connaissance des finances, est censé assurer un certain contrôle de l'objectivité et de l'efficacité du travail des vérificateurs externes.

Cette insistance sur les administrateurs indépendants constitue l'un des principaux fers de lance de la réforme de la régie d'entreprise. Chose certaine, elle apporte une eau diluvienne au moulin des professionnels qui conseillent les entreprises<sup>75</sup>. À preuve, les innombrables colloques, séminaires, séances d'information, brochures et publications-maison sur la gouvernance d'entreprise qu'ils offrent à leur clientèle depuis plusieurs mois.

Cependant, on peut s'interroger sur la véritable efficacité de cette mesure présentée comme une panacée.<sup>76</sup> Voici pêle-mêle quelques réflexions sur ce sujet.

Quand un administrateur est-il vraiment indépendant? La définition d'indépendance fluctue selon les sources<sup>77</sup>. Celle du *Combined Code* anglais, émanant du Rapport Higgs de janvier 2003, est plus stricte et basée sur des principes que celles, « rules based », de la SEC<sup>78</sup> et de la Commission des valeurs mobilières d'Ontario, et elle a l'avantage par rapport à elles de moins avoir recours à la notion de « material » qui laisse trop de place à l'appréciation subjective du

<sup>75</sup> Dans les milieux juridiques américains, le *Sarbanes-Oxley Act* est affectueusement désigné le « Lawyers' Full Employment Act » : Michael LEWIS, « Lawyers sweep into corporate gap », *Globe & Mail* du 15 septembre 2003, p. B15.

<sup>76</sup> Voir particulièrement Christopher C. NICHOLLS, « The Outside Director: Policeman or Placebo? », (2003) 38 *Can. Bus. L. J.* 323 et Warren GROVER, « The Canadian Outside Director: Great Expectations », (2003) 38 *Can. Bus. L. J.* 349.

<sup>77</sup> Voir Janet McFARLAND, « Lack of rules harmony bedevils U.S. governance », *Globe & Mail*, 25 octobre 2003, rubrique « Across the Board ».

<sup>78</sup> Qualifiées à juste titre de « loophole-filled » : Janet McFARLAND, « Real independence needed for directors », *Globe & Mail*, 19 mars 2003, rubrique « Across the Board ».

conseil d'administration (car c'est à lui qu'incombe le soin de juger de l'indépendance de ses membres, ce qui est problématique en soi) et donc aux échappatoires.

Compte tenu du haut niveau de rémunération auquel auront droit les administrateurs jugés indépendants<sup>79</sup>, denrée rare selon toutes les prévisions, on peut se demander si la simple crainte de perdre cette rémunération ne suffira pas à teinter leur jugement et à les faire hésiter à bien remplir leur fonction de « monitoring » de la direction. Dans le cas de sociétés à actionnaire dominant, soit la majorité des entreprises canadiennes, les administrateurs « indépendants » seront bien conscients qu'ils doivent l'obtention et le maintien de leur poste à cet actionnaire et ils ne seront pas portés à antagoniser les haut dirigeants qu'il a mis en place.

Peut-on demander à un administrateur totalement indépendant de l'entreprise et ses dirigeants la même implication personnelle, le même dévouement, le même esprit d'équipe qu'à des administrateurs intéressés? Dans la négative, la présence d'une majorité de tels « outsiders » au sein du conseil ne risque-t-elle pas de nuire au rendement du conseil? Il n'y a pas de preuve concluante que la présence d'administrateurs indépendants ait un effet bénéfique sur la performance de l'entreprise. Au contraire, il semble plutôt, d'après certaines études, qu'elle ait un effet inverse.<sup>80</sup>

L'augmentation du nombre des administrateurs indépendants a pour objectif une surveillance (« monitoring ») accrue de la direction (et des administrateurs qui lui sont reliés), pour empêcher qu'elle puisse commettre des abus. Ceci est bien beau sur papier, mais il faudra voir comment le tout se déroulera dans la réalité. Tout d'abord, le rôle de « monitoring » de l'administrateur indépendant n'est peut-être pas facilement conciliable avec son autre rôle, qui est celui d'agir comme « catalyst for improved financial performance »<sup>81</sup>. Insister sur la prévention et la surveillance risque d'entraîner des coûts et des délais, sans compter des animosités qui nuisent à la productivité :

« An overly zealous independent director might, some economists also warn, engage in economically inefficient overmonitoring, spending, as it were, \$2 of corporate resources to avert every \$ of potential managerial diversion ».<sup>82</sup>

Ensuite, le fait de jouer le premier de ces rôles peut avoir pour effet de nuire au fonctionnement général de l'entreprise et de marginaliser l'administrateur.

« It is not free from doubt (...) that the outside director could, or should, conceive of himself (...) primarily as monitor (...) since such administrative role would risk placing the outside director regularly at odds with senior management. Such an adversarial posture could, as Federal Reserve Chief Alan Greenspan recently cautioned, “create competing power centers within a corporation, and thus dilute coherent control and impair effective governance”.

<sup>79</sup> Voir la note 71, *supra*, et la note 86, *infra*.

<sup>80</sup> Voir Christopher C. NICHOLLS, *loc. cit. supra* note 76, p. 339; Mark HULBERT, “Outside Directors Don't Mean Outsize Returns”, N. Y. Times 15 juin 2003.

<sup>81</sup> Christopher C. NICHOLLS, *loc. cit.*, p. 338, met en doute la position du Rapport Higgs à l'effet que ces deux rôles sont complémentaires.

<sup>82</sup> *Ibid.*, p. 341.

« (...) to the extent that outside directors are, or are perceived to be, in effect high-level compliance officers, one fears that they would soon become “outside” directors indeed. That is, there is a risk that they would be marginalized, regarded as what the Higgs Report has described as an “alien policing influence detached from the rest of the Board”. Reduced to playing the part of “outsider-insiders”, independent directors might then find themselves being rather effectively “managed” by astute senior managers who – as frustrated lawyers and auditors know all too well – are not wholly averse to occasionally sacrificing candour for what they perceive to be pragmatic expedience.”<sup>83</sup>

Une recherche menée par James Westphal et Poonan Khanna de l’Université du Texas a révélé que :

“(...) directors who confronted the chief executive tended to be frozen out of the board’s deliberations: where they raised a point, nobody picked it up, and when informal meetings were called, they were not invited. But boards were less likely to discriminate against directors with high status”<sup>83a</sup>

L’augmentation du nombre d’administrateurs indépendants risque donc d’avoir un effet négatif sur la bonne régie d’entreprise. Cela, c’est s’ils jouent efficacement le rôle qu’on attend d’eux. Mais il est fort possible qu’ils ne voudront ou ne pourront pas le faire.

Roger Martin, doyen du Rotman School of Management de l’Université de Toronto, résume bien la dynamique prévisible<sup>84</sup>. Dans une compagnie où le CEO est dévoué à la cause des actionnaires (comme Warren Buffett, du fonds Berkshire Hathaway), « The directors and the CEO spend their time patting each other on the back (. . .) directors are largely redundant – there are nice dinners and off-site meetings, but the CEO et al are already doing the director’s principal job. » Dans une compagnie du type Enron ou YBM Magnex, où le CEO ou les dirigeants sont prêts à sacrifier les intérêts des actionnaires externes pour s’avantager personnellement, le travail d’un administrateur externe « is miserable, lonely, annoying, unrewarding and, most importantly, ineffective. The CEO has a decisive power and an information advantage over any independant director, and (. . .) he or she is motivated to use it. » Sa conclusion est que peu d’administrateurs de calibre seront intéressés à travailler dans le second type de compagnie, celui qui seul, a vraiment besoin d’une bonne régie d’entreprise. La protection des actionnaires externes (c.-à-d. non dirigeants ou de contrôle), croit-il, doit provenir d’eux-mêmes, et les investisseurs institutionnels « will have to work a lot harder ».

Le fait de hausser les standards de vigilance du conseil d’administration par l’apport d’administrateurs indépendants doués d’une expertise financière aura vraisemblablement pour effet d’accroître sa responsabilité, et par voie de conséquence, de faire augmenter sensiblement

<sup>83</sup> *Ibid.*, p. 340s.

<sup>83a</sup> *The Economist* du 25 octobre 2003, Cahier « Tough at the top – A survey of corporate leadership », p. 20.

<sup>84</sup> Roger MARTIN, « Commitment phobia », *Report on Business*, octobre 2003, p. 43.



les primes d'assurance-responsabilité pour tous les administrateurs<sup>85</sup>, ainsi que la rémunération à payer aux administrateurs indépendants.<sup>86</sup>

La Commission des valeurs mobilières d'Ontario a décidé de soustraire les compagnies inscrites aux TSX Venture Exchange, c'est-à-dire les plus petites compagnies distributrices, de l'exigence d'avoir un comité de vérification composé uniquement d'administrateurs indépendants, pour éviter de leur imposer le fardeau financier entraîné par cette mesure. Ceci est hautement critiquable<sup>87</sup>, car les investisseurs dans ces entreprises n'ont pas moins besoin de la protection contre les abus qu'est censé offrir le comité de vérification. Au contraire, ce sont ces entreprises naissantes qui devraient être soumises aux standards de surveillance les plus stricts.

Par ailleurs, certains commentateurs<sup>88</sup> commencent à suggérer, pour faire face aux difficultés que risque d'entraîner la hausse de responsabilité des administrateurs, de suivre l'exemple des États-Unis et de permettre aux sociétés d'exclure cette responsabilité (du moins pour les fautes de prudence et de diligence) par une clause des statuts. L'article 102(b)(7) du *Delaware Corporate Law* est cité comme modèle à imiter. Il me semble qu'il suffit de regarder la succession de désastres financiers que les États-Unis viennent de connaître pour rejeter résolument une telle solution. . .

L'expérience passée démontre que les attentes des tribunaux à l'égard des administrateurs indépendants (« outside directors ») sont moindres qu'à l'égard des « inside directors ». La Cour d'appel fédérale a clairement énoncé ceci dans l'arrêt *Soper*<sup>89</sup>, et la Commission des valeurs mobilières d'Ontario s'est récemment montrée remarquablement tolérante envers le manque de vigilance de l'administrateur externe-vedette David Peterson, ex-premier ministre de l'Ontario, dans la débâcle de YBM Magnex International Inc., compagnie qui s'est avérée liée au crime organisé. Dans ce dernier cas, la Commission a laissé filer une rare et belle occasion de hausser la barre pour les administrateurs indépendants, en se contentant de donner une « tape sur le poignet » de M. Peterson, en déclarant :

« While we believe Peterson could have done more, we have concluded that Peterson acted reasonably based on his involvement in the matter, his skill and his access to information in the circumstances (...) We are of the view that Peterson brought a unique perspective to the board. His professional reputation (...) and his experience in many other public company boards, was not in any way equalled by any other Director. He had unique access to counsel to the

<sup>85</sup> Ces primes ont connu une hausse spectaculaire (jusqu'à 1000%) au lendemain de la crise : voir Jackie McNISH et Elizabeth CHURCH, « Insurance hikes rock firms », *Globe & Mail* du 10 février 2003, p. B1.

<sup>86</sup> Warren GROVER, *loc. cit. supra* note 76 p. 361, fait état d'un « basic retainer » qui vient de passer de 30 000 \$ à 100 000 \$ pour les administrateurs de la Banque Royale. La rémunération des administrateurs de MCI (anciennement WorldCom) a été haussée de 35 000 \$ à 150 000 \$ par année : *The Economist*, 30 août 2003, p. 45. Une enquête de Korn/Ferry auprès des entreprises américaines révèle que la rémunération moyenne en argent des administrateurs est passée de 41 000 \$ en 2001 à 64 000 \$ en 2003 : *The Economist*, 25 octobre 2003, Cahier « Tough at the top – A survey of corporate leadership », p. 20.

<sup>87</sup> Voir Janet McFARLAND, *Globe & Mail* du 28 mai 2003, rubrique « Across the Board », et les déclarations de Claude Lamoureux, du Ontario Trading Pension Plan Board, rapportés dans le *Globe & Mail* du 27 mai 2003 et 28 juin 2003, p. B1.

<sup>88</sup> Warren GROVER, *loc. cit. supra*, note 76, p. 358.

<sup>89</sup> *Soper c. Canada*, [1997] A.C.F. N° 881.

special committee (...). He was appointed to add to the prestige and status of YBM. While Peterson meets the legal test of due diligence, the panel remains disappointed that he did not offer more insight and leadership to the board in these circumstances. »<sup>90</sup>

Avec une telle attitude complaisante à leur égard de la part des tribunaux et des autorités régulatrices, on peut se demander en quoi un nouvel influx d'administrateurs indépendants servira à protéger les investisseurs...

Le fait de compter sur la vigilance d'administrateurs indépendants dotés d'une expertise comptable pour détecter les irrégularités et les fraudes et pour surveiller le travail et l'indépendance des vérificateurs externes constitue une capitulation inacceptable de la part des autorités réglementaires vis-à-vis les défaillances des vérificateurs externes. Il serait beaucoup plus logique et simple de hausser les exigences à l'égard des vérificateurs eux-mêmes, en leur demandant de bien remplir leur propre rôle. Ce ne sont pas les administrateurs qui devraient surveiller les vérificateurs, mais bien l'inverse.

L'insistance sur le rôle accru de quelques administrateurs indépendants et compétents aura pour effet de déresponsabiliser l'ensemble du conseil d'administration; les autres administrateurs pourront plus aisément abdiquer leurs propres devoirs de prudence et de diligence en s'en remettant à ces « experts ». La mise en place de ce « process » constituera pour le conseil d'administration une défense valable de « diligence raisonnable », les exonérant de toute responsabilité. Elle mènera à une administration par comités d'experts plutôt que par l'ensemble du conseil d'administration. On peut se demander si la protection des investisseurs ne serait pas mieux servie en haussant le devoir de prudence et de diligence du conseil d'administration dans son ensemble plutôt qu'en sombrant dans un excès typique de l'approche américaine en droit corporatif : le recours au « process », érodant le principe général.

Étant donné que les lois corporatives américaines, en particulier celle du Delaware, permettent aux compagnies d'exclure dans leurs statuts la responsabilité personnelle des administrateurs pour les manquements à leurs devoirs de prudence et de diligence, il ne rime pas à grand chose de miser sur la vigilance de quelques administrateurs indépendants et compétents, car ils ne seront pas davantage appelés à répondre de leur défaillances.

En définitive, non seulement il y a de grandes chances que l'impact des nouvelles règles de régie d'entreprise fondées sur le rôle accru d'administrateurs indépendants soit « plus cosmétique que substantif »,<sup>91</sup> mais en plus il pourrait s'avérer contreproductif.

## CONCLUSION

Les millions d'investisseurs directs ou indirects qui viennent de se faire spolier d'une manière éhontée par une poignée de dirigeants d'entreprises mégalomanes et malhonnêtes et leurs

<sup>90</sup> *YBM Magnex International Inc.*, (2003) 26 OSCB 5285, p. 5330. Voir aussi Eric REGULY, "Peterson far from model director", *Globe & Mail*, 3 juillet 2003, p. B2.

<sup>91</sup> Warren GROVER, *loc. cit. supra*, note 76 p. 366.

complices méritent plus, de la part de leurs décideurs politiques, que de la rhétorique faussement rassurante. Ces derniers devraient s'ingénier à prendre tous moyens nécessaires pour que de tels abus ne se répètent pas, au lieu de se contenter d'implanter des demi-mesures du type *Sarbanes-Oxley* visant essentiellement à inciter le public à faire à nouveau confiance à un marché boursier fondamentalement malade mais assez influent pour obtenir qu'on ne lui impose aucun traitement.

Une véritable protection des investisseurs requerrait que le marché boursier et ses acteurs, en particulier ses « gatekeepers », soient purgés des conflits d'intérêts qui corrompent leur culture et leurs actions; elle exigerait que l'information publiée par les entreprises et les analystes soit fiable parce que vérifiée et véhiculée par des professionnels intègres et indépendants, elle impliquerait que les dirigeants d'entreprises n'aient plus sinon le pouvoir, du moins la motivation de commettre des abus comme ceux que nous venons tous de subir.

Une réforme du système qui fait des boucs émissaires des conseils d'administration des entreprises, néglige de remettre en question les racines profondes de la crise d'Enron et autres, soit la déréglementation et la corruption des « gatekeepers », et ne s'accompagne pas d'une répression sévère et systématique des abus commis, n'a aucune chance d'être vraiment efficace.

Ce n'est pas une réforme, mais un leurre. Cela consiste à réparer la clôture du poulailler et inviter les poules à le réintégrer, alors que le renard, toujours à l'intérieur avec toutes ses dents, se lèche les babines. . .

