



# DÉONTOLOGIE FINANCIÈRE ET DYNAMISME ÉCONOMIQUE

JEAN-JACQUES PERQUEL\*

*« Congress should consider proposals that will promote economic recovery, not enact legislation that inhabits it ». Fax envoyé au sénateur Sarbanes au moment du vote de la loi Sarbanes-Oxley, cité par Business Week le 17 juin 2002.*

**L**es récessions s'accompagnent toujours de scandales pour plusieurs raisons :

- les périodes de ralentissement économique succèdent à des périodes d'euphorie où les gérants d'entreprises perdent le contact avec les réalités matérielles, font des bénéfices très importants, et s'exposent, de ce fait, à pratiquer ou subir des malversations d'autant plus importantes que la forte activité a permis de les dissimuler ;
- en période de croissance, on a tendance à étouffer les petites bavures, quitte à les voir réapparaître dès que le système se ralentit ;
- enfin, les entreprises en difficulté sont tentées de pratiquer des irrégularités, car elles espèrent les effacer dès la reprise.

Avant l'ouverture des marchés, Mayday américain en 1975, Big Bang anglais en 1986, réforme française de 1988, le problème de la déontologie se posait dans des conditions différentes.

Le système anglais était régi par

« *My word is my bond* ». Il permettait d'éliminer de la place de Londres tout individu ne respectant pas un code moral suffisant. En France, tout différend entre agents de change était réglé par le syndic qui jugeait et décidait de la solution au nom de grands principes, à l'origine d'ailleurs des règles actuelles de déontologie. Mais, ces solutions n'étaient valables que dans un marché clos où tous les opérateurs se connaissaient et acceptaient les sanctions qui leur étaient imposées.

L'ouverture des marchés financiers au reste du monde a poussé les autorités de tutelle à créer des codes de déontologie souvent extrêmement complexes. Ainsi, le Financial Act de 1986 était tellement rempli de contradictions qu'il donnait lieu à la plaisanterie suivante : le Notre-Père en anglais compte 55 mots, la déclaration d'indépendance américaine 1100 et le code mis en place par le Financial Service Act 1 million. Cela a entraîné un grand nombre de procès (plus de 2 000 en

\* Agent de change, ancien chargé d'enseignement à Paris IX Dauphine.

1988, plus de 1 200 en 1991), sans empêcher l'existence de scandales (Barlow-Cowles en 1988), faillites de sociétés financières (Dunsdale Securities), de *brokers* (Diameter).

Avant d'analyser les différents problèmes posés par la déontologie dans le domaine de la finance, deux remarques s'imposent :

- toute règle de déontologie, si poussée soit-elle, n'empêchera jamais l'escroquerie, car elle aura toujours un temps de retard sur l'opérateur capable d'analyser à fond les textes juridiques et de trouver une faille dans la série des mesures envisagées ;

- d'autre part, très fréquemment, lorsqu'un opérateur devient le principal créateur de bénéfices dans une entreprise, sa direction a alors peur de le perdre, et son contrôle devient peu à peu inefficace, ce qui lui permet de prendre des risques inconsidérés.

Ces deux considérations devraient pousser à une certaine modestie les créateurs de nouveaux règlements, même si ceux-ci restent utiles pour prévenir les opérations malsaines de moindre envergure.

Une question se pose alors : dans quelle mesure l'excès de contrôle et de réglementation ne réduit pas le dynamisme des opérateurs ?

Pour analyser cette question, il faut envisager les principales bavures commises à l'époque actuelle, les solutions en cours d'élaboration, et voir s'il ne serait pas possible d'intégrer des grands principes dans les codes de déontologie et dans l'usage des contrôles, de façon à moraliser les relations financières sans gêner le dynamisme des intermédiaires.

## POSITION DU PROBLÈME

Il y a deux types d'opérations : celles qui sont internes aux entreprises et celles effectuées par des prestataires de services externes. Bien entendu, la ligne de partage entre opérations saines et opérations discutables est souvent difficile à déterminer. On peut ainsi assimiler, en période de forte nervosité des contrôles, des pratiques, habituellement considérées comme normales, à des opérations malsaines.

### Les opérations relevant du contrôle interne

#### Les anomalies fondamentales

Elles portent sur les trois cas pénalement sanctionnables : l'usage d'informations privilégiées ; la manipulation de marché ; la corruption.

L'usage d'informations privilégiées a pris aujourd'hui une place exceptionnelle : les dirigeants d'entreprises profitent parfois de la connaissance qu'ils ont de la situation de leur entreprise pour vendre leurs propres titres. Ainsi, le docteur Samuel Waksal (président et directeur général de ImClone) a reconnu avoir vendu et fait vendre autour de lui, à son père, sa fille et des amis, des titres de la société avant que soit publiée l'annonce du refus par les autorités médicales de son principal remède, l'Erbix. Mais la distinction entre fraude et non-fraude est parfois difficile. Les dirigeants de Global Crossing ont vendu pour 1,3 milliard de dollars d'actions de leur société, de 1999 à novembre 2001, en fonction de



plans de vente de *stock options*; et cela ne paraît pas critiquable s'il n'y a pas eu d'accélération des ventes au moment où la société commençait à accumuler des pertes ou plutôt à les dissimuler. De même, lorsque le président d'Enron, Gary Winnick, vend 123,5 millions de dollars d'actions le 23 mai 2001, deux semaines après l'annonce d'une perte record de 875 millions de dollars au premier trimestre 2001, est-il au courant de la situation réelle de la société qui l'amènera, le 1<sup>er</sup> août, à réduire ses estimations de résultats de chiffre d'affaires et de son revenu avant taxes, dépréciations et amortissements (EBITDA).

La manipulation de marché est aussi extrêmement difficile à connaître, sauf dans les cas où une fausse nouvelle est répandue volontairement ; cela se produit souvent dans des conversations entre internautes (*chats*). Ainsi, un employé renvoyé d'une petite entreprise avait fait savoir faussement que la société qu'il avait quittée était sur le point de déposer son bilan ; cela avait fait temporairement baisser le titre de 50 %. Mais la manipulation peut être réalisée aussi par le lancement de données erronées. En octobre 2002, pour assainir le marché de l'énergie, les sociétés Dynegy de Houston, American Electric Power de Columbus (Ohio) et, plus récemment, de Williams Co de Tulsa (Oklahoma) ont dû renvoyer des *traders* qui fournissaient de fausses données aux organismes chargés de fixer les prix de contrats à long terme de produits gaziers.

La corruption est le troisième terme des anomalies classiques. Elle est utilisée parfois par les entreprises pour influencer les auditeurs ou même, comme

le pratiquait le directeur financier d'Enron, Andrew Fastow, pour rémunérer somptueusement les individus des services administratifs qui auraient pu le contrôler.

### Les autres anomalies

Elles sont de deux types : le détournement de fonds ; les méthodes pour « améliorer » l'image des sociétés.

#### *Les détournements de fonds*

Les techniques classiques sont simples et efficaces. Les opérateurs partent, en général, du principe que les clients font confiance aux intermédiaires et ne tiennent pas une comptabilité rigoureuse. Cette situation n'est pas propre à l'époque actuelle, elle se termine toujours lors d'un contrôle inopiné ou au hasard, lors d'un remplacement pour maladie ou départ en vacances.

Les méthodes actuelles sont plus raffinées.

Tout d'abord, l'emprunt par les dirigeants à la société n'est pas soumis au conseil d'administration et encore moins à l'assemblée générale. Ainsi, chez Adelphie, seizième opérateur américain de télévision avec six millions d'abonnés, la famille du président Rigas a réussi à emprunter plus de trois millions de dollars pour financer des opérations de Bourse, dont des achats d'actions Adelphie, et l'aménagement d'un terrain de golf de dix-huit trous sur leur propriété familiale. De même, Tyco international, qui employait 277 000 personnes au 1<sup>er</sup> avril 2002 dans des équipements d'électronique, systèmes de sécurité et fournitures médicales, est accusée d'avoir laissé son



président, Dennis Kozlowski, détourner des centaines de millions de dollars vers des *trusts* familiaux en achetant pour eux des biens et services, et cela sans payer d'impôt.

Ensuite, l'usage des *stock options* a été détourné. Avant la Seconde Guerre mondiale, existaient déjà des parts de fondateur ou bons de jouissance en droit suisse, titres sans nominal qui avaient droit à une part des superdividendes (après paiement d'un dividende statutaire habituellement de 5 % du capital souscrit) et à une part du *boni* de liquidation en fin d'activité. Ils avaient été créés pour rémunérer « l'apport en industrie » que le Code Napoléon avait refusé d'intéresser. La loi française après-guerre devait, à la fois, en autoriser le remboursement au bout de vingt ans et interdire la création de nouveaux titres de ce genre. Comme cela répondait à un besoin, les *stock options* ont été ensuite créés dans le but de rémunérer des individus inventifs, à une époque où la vie des entreprises ne leur permettait pas de leur payer des salaires suffisants, d'autant qu'ils étaient partout très fortement imposés. Malheureusement, cette forme d'intéressement n'a pas été limitée aux cadres des nouvelles entreprises, mais elle a été utilisée également, non sans excès, pour des patrons et des cadres supérieurs pour qu'ils bénéficient de revenus moins imposables que les revenus salariaux.

Enfin, on a assisté parfois à des hausses de salaire de membres de l'exécutif des entreprises jugées imméritées, si elles sont attribuées lors de baisses d'activité et de résultat ou si elles sont tellement importantes qu'elles sont à la limite des « abus de biens sociaux ». De

même, les avantages attribués à Jack Welch de General Electric lors de son départ ont été très critiqués sans que l'on puisse parler de détournement de fonds.

### **L'amélioration de l'image des entreprises**

Le chef d'entreprise est tenté d'augmenter ses résultats pour améliorer le cours de son titre soit parce qu'il est détenteur d'actions et désireux d'en vendre dans des conditions optimales, soit, parfois, par simple vanité pour justifier aux yeux du public la qualité de sa gestion. Les *stock options* ont aggravé cette situation, leur détenteur ayant intérêt à inciter le public à acheter des actions pour assurer la hausse continue des titres.

Cet habillage de la réalité peut prendre deux formes : l'une, traditionnelle relève du faux bilan ; l'autre, plus subtile, consiste à améliorer le chiffre d'affaires montrant ainsi le dynamisme commercial de l'entreprise sans en modifier le résultat final.

### **Les faux bilans**

Un bon exemple de faux bilan peut être trouvé dans les structures hors-bilan, les *special purpose entities* (SPE), dont Enron s'est fait le spécialiste en en créant plus de 3 500, levant par leur intermédiaire 34,9 milliards de dollars de 1999 à 2002.

Ces opérations initiées par Andrew Fastow (soutien financier du groupe) ont eu deux destinations fondamentalement différentes. Pendant la période d'euphorie du marché, ces titres, placés en particulier chez certains cadres



d'Enron de l'entourage de Fastow et auprès de certaines grandes institutions, avaient pour fonction de servir d'intermédiaire entre Enron et différents clients, en faisant au passage d'énormes bénéfices non connus d'ailleurs, semble-t-il, de la direction de la société. Le bénéfice réalisé par les divers investisseurs avait été plus de 17 fois la mise initiale, soit 291 millions de dollars pour un investissement de 15 millions. Dans un deuxième temps, la baisse du marché a poussé Fastow à utiliser ces mêmes *entités* pour dissimuler des dettes et sans doute des pertes.

### ***Les exagérations de chiffre d'affaires***

Cette opération a pour but d'améliorer l'image de marque d'une société, en augmentant son chiffre d'affaires ou certains postes de l'actif.

Ainsi, Global Crossing Ltd, créateur d'un réseau mondial de fibres optiques, a été accusé d'avoir utilisé dans ce but ses relations avec d'autres entreprises du même secteur (avant de se réfugier dans la faillite art. 11). La société pratiquait des swaps (échanges de contrats) avec des confrères. L'usage de ces swaps aurait été spécialement pervers, les sorties donnant lieu à des bénéfices, les entrées étant considérées comme des dépenses en capital. Selon leurs responsables, ces opérations étaient « normalement auditées et totalement enregistrées ».

C'est également le cas de la plupart des sociétés d'énergie qui pratiquaient entre elles des allers-retours (*sham round-trip trades*), transactions artificielles dans lesquelles l'énergie est achetée et vendue au même prix augmentant les chiffres d'affaires et les

volumes échangés. Dynegy, un des rivaux d'Enron, filiale à 26,5 % de Chevron Texaco, pratiquait ce genre d'opération avec CMS Energy Corp, société de distribution. Une autre société, Reliant Resources, a effectué des allers-retours à hauteur de 1,2 milliard de dollars, soit 14 % de son chiffre d'affaires au cours du premier trimestre 2001 sur ses différentes activités (électricité, gaz naturel, capacité de téléphone à grande vitesse et réseaux de données).

Une autre solution consiste soit à prolonger l'année fiscale (on parle alors d'une année fiscale de 375 jours), soit à intégrer dans le chiffre d'affaires des factures pour des clients avant que ceux-ci n'aient effectué une opération. Un rapport d'août 2000 pour le *public oversight board* analyse les performances des auditeurs, et a considéré que 70 % des cas traités par la Securities and Exchange Commission (SEC) concernaient des déclarations prématurées de chiffre d'affaires ou de revenus fictifs.

### **Les difficultés du contrôle interne**

Si les bénéfices sont essentiellement dus au travail d'une seule personne ou d'un groupe qui lui est inféodé, le contrôle interne devient très difficile. Dans le cas d'Enron, l'équipe du directeur financier, Andrew Fastow, travaillait en parfaite symbiose sans se préoccuper des contrôles.

Les anomalies étaient fréquentes, même dans des entreprises peu touchées par la crise financière. Chez Lehman Brothers, un *broker* de Cleveland, Frank Grottadauria, a réussi à détourner 125 millions de dollars en quinze ans, le contrôle de gestion dépendant de lui.

Bien entendu, cela ne signifie pas que les contrôles internes soient en général inefficaces mais que dans certains contextes, ils ne suffisent pas à faire respecter les règles normales de déontologie.

### Les services aux sociétés

Trois types de services ont subi de fortes critiques : les auditeurs ; les banques ; et leurs analystes. On peut ajouter le cas des agences de *rating* qui n'ont commis aucune malversation, mais dont l'influence paraît parfois exagérée.

### Les auditeurs

Ceux-ci ont spécialement prêté le flanc à la critique, car ils sont doublement influençables. À la différence du système français où les commissaires aux comptes sont nommés pour cinq ans, ces derniers sont nommés pour une année aux États-Unis. Ils sont donc sensibles à des pressions et des menaces d'être remplacés. Par ailleurs, les grandes maisons d'audit comportent une société de conseil, et les avis qu'ils donnent sont très sensiblement plus rentables que l'audit.

### Les analystes

Ceux-ci peuvent être classés en trois catégories :

- les analystes indépendants qui étudient les entreprises en tant que conseils indépendants des financiers ou du public ; cela peut être des analystes réunis dans des firmes comme Detroyat en France ou des analystes recrutés par

des journaux financiers pour informer le public ;

- les analystes travaillant en interne pour des entreprises financières qui se spécialisent dans l'analyse du risque (banques faisant des prêts à court, moyen ou long terme) ou dans l'évaluation d'entreprises (soit pour des opérations financières, soit comme conseil de sociétés de gestion de portefeuilles) ;

- les analystes dont la fonction est en relation avec le public. Si les deux premières catégories n'ont fait l'objet d'aucune critique au cours de la période précédente, il n'en est pas de même pour cette troisième catégorie d'analystes. Deux cas posent un problème sérieux. D'une part, le conseil des banques et autres intermédiaires financiers peut être biaisé, si l'entreprise étudiée est cliente de l'organisme dont dépend l'analyste. Le « Chinese Wall » devrait exister, mais les analystes hésitent souvent à publier des études incitant à la vente de titres de telles sociétés. D'autre part, lors d'une introduction en Bourse (IPO), la banque fournit à l'organisme de contrôle un prospectus indiquant toutes les caractéristiques juridiques et économiques de la société et ses perspectives d'avenir. Mais elle ajoute une analyse spécifique donnant l'opinion de ses analystes quant à l'évaluation à espérer du titre, et il y a un danger grave que cette opération soit influencée par le désir de la banque de réussir son introduction, c'est-à-dire de provoquer un intérêt tel du public que non seulement tous les titres soient vendus mais encore que la demande continue après le placement initial. Le cas de Jack Grubman de Salomon Smith Barney est un cas d'école : il a été renvoyé, en août 2002,



pour avoir exagéré ses éloges lors d'introductions en Bourse de sociétés comme Worldcom, Global Crossing, Winslow Communication..., toutes sociétés dont les résultats n'ont pas répondu à ses attentes.

### Le « rating »

Les sociétés de *rating* essaient de répondre à la question posée par les analystes de risques en matière obligataire. Elles ont étendu leurs fonctions à l'audit des fonds de gestion. Aux États-Unis, Standard and Poor's note 2 500 entreprises et 10 000 collectivités locales. Ces sociétés sont attaquées pour ne pas avoir prévu les difficultés de certaines institutions (Comté d'Orange ou Banque Baring), mais surtout pour jouer un rôle influent et dévastateur quand elles commencent à mettre sous surveillance une société, car celle-ci peut perdre à ce moment ses possibilités d'endettement nouveau et, en tous cas, voir les taux des emprunts existants s'élever fortement.

Un cas reste pendant : les notations « sauvages » peuvent entraîner des difficultés ; le Jefferson County School District a ainsi porté plainte contre Moody's pour avoir émis un jugement négatif sur un emprunt, alors que l'institution avait refusé de faire appel aux services de cette agence.

## SOLUTIONS ACTUELLES

La confection de règles nouvelles de déontologie se présente comme un catalogue à la Prévert. Il faut les analyser de deux façons : d'une part, les projets

et les décisions déjà prises ; d'autre part, leur application par les organismes de contrôle.

### Les solutions juridiques

On peut rappeler, à cet égard, le vote du Glass Steagall Act lors de la crise de 1930. Comme l'explique le professeur Lévy-Leboyer dans son étude sur les banques dans l'entre-deux-guerres, les États-Unis ont donné au public, pour le rassurer, un motif d'explication de la situation : les crises boursières et économiques étaient dues au mélange des genres du court et du long terme. Il suffisait de séparer les banques en deux types : banques commerciales et banques d'investissement. Cette loi a eu le double effet de rassurer le public et, en même temps, de supprimer une cause grave des difficultés de l'époque.

De même, l'aggravation des règles de déontologie, de *corporate governance*, les réformes comptables ont pour but de supprimer un grand nombre d'anomalies et, surtout, de rassurer le public pour l'inciter à revenir en Bourse. Mais il ne faut pas oublier les deux raisons évoquées plus haut qui militent pour une grande modestie dans le combat contre les anomalies de gestion.

### Le « corporate governance »

Des excès ont été commis, des sociétés échangent leurs présidents pour en faire des administrateurs. On a cherché ainsi à limiter le nombre d'administrateurs et de présidences pour les rendre plus performants et responsables. En France, avant la loi sur les nouvelles régulations financières (NRE) de 2001,

une même personne pouvait détenir deux postes de président et huit d'administrateur sans compter les postes de responsabilité dans des filiales ou à l'étranger. La nouvelle loi limite les mandats à cinq.

La gestion des administrateurs indépendants et de leur rôle est aussi évoquée. Le rapport Bouton définit l'administrateur indépendant selon sept critères dont les plus importants sont : il ne doit être ni mandataire social, ni salarié au cours des cinq dernières années, ni client, ni fournisseur, ni banquier de la société. Le rapport Bouton demande que l'on porte le nombre d'administrateurs indépendants à 50 %. Le rapport Viénot II prévoyait un tiers d'administrateurs indépendants. Le New York Stock Exchange (Nyse) propose même qu'ils soient majoritaires dans les sociétés cotées. Le comité de rémunération devrait être composé d'une majorité de membres indépendants selon le rapport Bouton (de la totalité selon le rapport du Nyse).

Le rapport Bouton prévoit une évaluation annuelle de chaque conseil d'administration, tandis qu'aux États-Unis, on cherche à réunir, sous la direction du *lead director*, les administrateurs indépendants pour qu'ils définissent entre eux leur politique. Des sociétés, comme Computer Associates chez qui siège le président du Nyse, Richard Grasso, ou E-Trade, se sont déjà organisées de cette façon.

Un certain nombre de voix se sont fait entendre pour critiquer cette approche. Le professeur James Westphal de la McCombs School of Business de l'université du Texas écrit<sup>1</sup> : « Après plus de deux décennies de recherche académique, peu de preuves ont été

apportées sur le fait que l'indépendance des conseils augmente leur efficacité ». On fait aussi remarquer que les administrateurs indépendants ne peuvent pas connaître suffisamment les entreprises qu'ils contrôlent. Cette critique est peut-être exagérée, mais elle a été accompagnée d'une enquête montrant que le dynamisme des entreprises à majorité d'administrateurs indépendants est plus faible que celles qui ont une majorité d'administrateurs classiques. Les responsabilités renforcées des administrateurs rendent difficile de trouver un nombre suffisant d'administrateurs susceptibles de faire partie des conseils. Cela montre, une fois de plus, la difficulté de trouver un équilibre entre déontologie et dynamisme.

### Les « stock options »

Le comité Bouton recommande que le comité de rémunération dispose de toutes les informations relatives aux appointements et autres avantages perçus par les dirigeants (*stock options* incluses). Le Nyse va plus loin et demande que toute émission de *stock options* soit soumise aux actionnaires.

Les solutions concernant la revente des actions varient. Le professeur Jeffrey E. Garton Dean de la Yale School of Management demande que des délais de détention de cinq ans soient appliqués comme en France, ou du moins que les dirigeants aient l'obligation de les détenir un certain nombre d'années<sup>2</sup>.

### L'approche comptable

Des différences importantes subsistent entre l'approche française et l'approche anglo-saxonne.



### ***La notion de fair value***

La notion de *fair value*, c'est-à-dire de la valeur « réelle » des entreprises, donne lieu à un large débat ; elle est acceptée par l'US-GAAP et par l'International Accounting Standards (IAS). L'évaluation des entreprises suppose une analyse des valeurs nettes. Or, il existe deux approches : l'approche traditionnelle pour protéger les créanciers retient les prix de revient corrigés des baisses éventuelles dues à l'usure ou à la baisse des marchés ; l'autre approche retient la valeur de marché pour donner aux porteurs de titres une vue plus exacte de la valeur de leurs actions. Dans les deux cas, on évalue imparfaitement les incorporels. L'IAS n'accepte de les prendre en compte que s'il est probable que « les avantages économiques futurs qui leur sont associés profiteraient à l'entreprise » et que « le coût en serait mesurable de façon fiable ». Aux États-Unis, le Financial Accounting Standards Board (FASB) est plus rigide, considérant que les frais de recherche et de développement sont des charges de l'entreprise, par exemple des actifs incorporels non acceptés par le FASB (brevets, marques, listes de clients). Le professeur de comptabilité Baruch Lev de la New York University indique qu'à la fin des années 1990, un trillion de dollars par an était investi tous les ans dans des biens incorporels, et représentait la moitié des sociétés cotées sans que le public put les évaluer autrement que par son imagination.

Cette notion est à l'opposé de celle du Code de commerce français. Celui-ci a pour but de protéger le créancier, c'est-à-dire de faire une évaluation prudente. Cela correspond à une sorte d'analyse

de risque, tandis que la *fair value* a pour but d'assurer une transparence réelle à l'égard des analystes et des actionnaires.

L'évolution vers la *fair value* rencontre l'opposition de la totalité des groupes financiers français car elle permet des mutations brutales d'évaluation, ce qui peut déséquilibrer le consensus d'opinion très utile en matière boursière. Jean-François Lepetit, président de la Commission des opérations de Bourse (COB), constate de plus que la *fair value* est, à coup sûr, « une des grandes causes de la volatilité »<sup>3</sup>.

### ***La comptabilisation des survaleurs (goodwill)***

C'est la différence entre le prix d'acquisition et la valeur nette comptable. Les solutions varient ici aussi suivant les pays. Depuis 1998, le *goodwill* peut être pris par imputation directe sur la situation nette. Aux États-Unis jusqu'en juillet 1999, deux méthodes étaient possibles : la *purchase method* qui constatait le *goodwill* et l'amortissait ; le *pooling* qui faisait une simple addition des actifs et des passifs sans tenir compte du *goodwill*. À partir de 2000, le *pooling* a été abandonné. En France, on pratique le *pooling*, l'écart résiduel d'acquisition n'est alors pas amorti mais déprécié. En tout cas, l'amortissement est lié à la durée de vie de l'avantage de la fusion et ne peut excéder vingt ans. La quatrième directive prévoit que la durée n'excède pas cinq ans.

### ***La comptabilisation des droits à pensions***

Le problème de la comptabilisation des droits à pensions est essentielle-

ment un problème américain. Les entreprises doivent, souvent, à leurs salariés des prestations fixes, et créent en interne des fonds de pension placés en valeurs mobilières y compris sur leurs propres titres. Les bénéficiaires au-delà des dettes vis-à-vis du personnel entrent dans les profits des sociétés. En outre, autre anomalie, ils sont calculés forfaitairement en fonction du bénéfice escompté pour l'année en cours (environ 6,5 % prévus pour 2002). Avec la baisse de la Bourse depuis trois ans, la situation s'est considérablement détériorée. Une étude de David Zion, analyste au Crédit Suisse First Boston, a montré que les pertes globales des fonds de pension ont représenté 15 milliards de dollars en 2001 et 29 milliards en 2002, et que des sociétés comme Goodyear ont présenté un déficit de pension (3 367 millions) supérieur à sa capitalisation boursière (560 millions). Jacqueline Doherty écrit qu'un grand nombre de sociétés travaillent désormais plus pour leurs retraités que pour leurs actionnaires<sup>4</sup>.

La prise en compte de ces différents facteurs entraîne une diminution des bénéfices nets, c'est-à-dire une très forte augmentation des *price earnings*. Cela est grave en période de baisse boursière car au lieu de résorber l'inquiétude du public, cela risque d'aggraver son malaise à l'égard de la Bourse.

### La nouvelle législation américaine

Il convient enfin de relever le problème posé par la nouvelle législation américaine dans le domaine comptable.

La récente loi Sarbanes-Oxley oblige les présidents à jurer sur l'honneur de

la sincérité de leurs résultats, mesure assez étonnante car elle n'est pas nécessaire en droit européen où les mandataires sociaux sont responsables de la publication de leurs résultats.

Aux États-Unis, on considère que le serment est plus important que l'acte écrit. Cette mesure, qui s'accompagne d'une accélération dans la publication des résultats trimestriels et annuels, gêne les étrangers pour qui ces redoublements d'informations présentent des suppléments de coûts et de risques et pourraient inciter certains d'entre eux à remettre en cause leur introduction en Bourse de New York. Cela devrait inciter les autorités américaines intéressées à conserver leur rôle de place internationale, à étudier des aménagements pour les étrangers.

## Les règles spécifiques à certaines professions financières

### Les auditeurs

Deux règles sont proposées : séparation de l'audit et du conseil ; et la création d'un corps de contrôleurs des auditeurs a été décidé à l'intérieur de la SEC.

### Les analystes

On cherche aux États-Unis à séparer les analystes à vocation externe des banques et les *brokers*. Ainsi, le Citigroup crée une filiale du *broker* Salomon Smith Barney dirigée par une analyste de premier plan, Sallie Krawcheck, qui présidait une société d'analyse indépendante, Sanford Bernstein. Cela permet d'élargir la muraille de Chine, mais



ce n'est pas certain que cela soit suffisant. Une mesure plus drastique est proposée : la création d'un fonds de 1 milliard de dollars souscrit par toutes les banques et servant à financer soit des sociétés indépendantes, soit une société unique qui créerait un *rating* d'évaluation des entreprises. Ces deux solutions posent des problèmes. Une société unique influencerait dangereusement le marché, dans le premier cas, et se poserait un problème de répartition des fonds auprès de différentes sociétés d'analyse.

### L'APPLICATION DES MESURES PROPOSÉES

Une des premières conséquences de la crise a été, aux États-Unis, la création de nouveaux organismes de contrôle et l'augmentation des moyens financiers de la SEC (de 438 millions de dollars en 2002 à 766 millions de dollars en 2003).

Une commission spéciale de la SEC va contrôler les auditeurs. Il est question de rendre les analystes indépendants de leur firme ou même de créer une firme unique nationale qui distribuerait la bonne parole, à l'instar des sociétés de *rating* en matière obligatoire.

Cela se fait dans un contexte de lourdeur administrative. Ainsi, le dernier bilan de Xerox atteignait mille pages, ce qui le rendait déjà, avant les réformes actuelles, totalement incompréhensible, même pour les analystes.

Mais ce qui est pire, les nouvelles réformes risquent d'entraîner aux États-Unis, comme en Europe, la multipli-

cation des contrôles à la fois lourds et tracassiers qui risquent d'aboutir à des résultats peu probants et d'alourdir les coûts des entreprises et de diminuer leur efficacité et leur dynamisme.

### EXISTE-T-IL DE VRAIES SOLUTIONS ?

Elles devraient tenir compte des deux difficultés analysées dans l'introduction : le cas d'escroquerie non prévisible utilisant astucieusement la complexité des règles de déontologie et celui des employés faisant vivre une société, car cela peut empêcher la direction d'effectuer les contrôles normaux. Aussi, la solution la moins mauvaise est de renforcer et de préserver la responsabilité des différents acteurs.

Si les règles de base doivent être clairement énoncées, la réglementation ne doit pas se perdre dans trop de détails pour ne pas faciliter les fraudes. La comptabilité doit avoir des règles simples communes aux Américains et aux Européens. Il est nécessaire d'insister sur les interdictions de base (corruption, manipulation de marchés, usage d'informations privilégiées) et de renforcer le caractère dissuasif de la loi en aggravant les pénalités.

Concernant le cas des *stock options*, la solution généralement admise aujourd'hui consiste à débiter à chaque émission de *stock options* une valeur approximative fixée par un calcul statistique, à partir par exemple de la formule de Black and Scholes. Cette curieuse solution permet, en fait, d'effectuer une réserve supplémentaire en déduction d'impôts. Mais, l'échange de l'option

contre une action nouvelle entraîne en réalité une dilution du capital au détriment des actionnaires. Il est donc impératif que toute émission de *stock options* soit approuvée à une forte majorité d'actionnaires (par exemple l'assemblée extraordinaire).

Le contrôle interne ne doit pas être régi par des règles trop précises liant, par exemple, le nombre de contrôleurs au chiffre d'affaires. Il serait préférable qu'un responsable du contrôle, libre d'organiser son travail, soit clairement désigné. Il pourrait peut-être être choisi sur une liste établie par un organisme extérieur (SEC, Commodity Future Trading Commission - CFTC...).

Le contrôle externe doit être complet, mais également unique. La multiplication des contrôles a un coût élevé pour les entreprises et une efficacité réduite, puisque le temps qui leur est consacré par contrôle est trop faible. Ainsi, aux États-Unis, la SEC contrôle 400 000 états financiers par an, contrôles refaits à l'identique par la CFTC, le *comptroller of the currency*, les organismes publics... Comme autrefois dans la Compagnie des agents de change<sup>5</sup>, un accord entre organismes publics (fisc, Sécurité sociale) et orga-

nismes de contrôle spécifiques (AMF, Matif) pourrait être envisagé en France pour fixer des règles à des contrôleurs uniques chargés alors de couvrir tous les secteurs d'activité.

En ce qui concerne les professions annexes, les règles du Glass Steagall Act doivent être reprises et adaptées : séparation absolue de l'audit et du conseil ; séparation des analystes entre ceux qui sont internes aux entreprises et ceux qui ont des contacts commerciaux et qu'il est nécessaire d'employer dans des entreprises externes (par exemple les sociétés de Bourse). On retrouve ainsi le cas des agents de change. Mais dans ce cas, ces intermédiaires ne doivent pas avoir le droit d'effectuer des OPA puisqu'ils ont, à l'égard de leurs clients, l'obligation morale de défendre leurs intérêts ; leurs études financières seront totalement indépendantes.

Ainsi, il apparaît que des solutions simples devraient permettre de ramener la confiance sur les marchés. Si « la politique ne se fait pas à la corbeille », celle-ci a des conséquences sur le comportement des marchés financiers.

## NOTES

1. *Wall Street Journal*, 27 août 2002 (cité par *Le Monde* du 17 septembre).
2. *Business Week*, 12 juillet 2002.
3. *Le Monde*, 18 octobre 2002.
4. *Barrons*, 21 octobre 2002.
5. Les difficultés des charges d'agents de change ne sont venues que par la suppression des contrôles pendant trois ans, les contrôles étant à l'époque utilisés exclusivement à effectuer les évaluations des charges rachetées.