

# LA CRISE DE LÉGITIMITÉ DE LA FINANCE

JOHN PLENDER\*

Dans la vague des scandales d'entreprises récemment observés dans le monde, un des paradoxes est que les normes de comportement demandées aux entreprises n'ont jamais été aussi élevées. La révolution de la gouvernance d'entreprise a professionnalisé le conseil d'administration. L'institutionnalisation de la gestion de l'épargne signifie que l'argent est investi de manière plus professionnelle que jamais auparavant. Il existe un mouvement de responsabilité sociale d'entreprise. Une toute nouvelle discipline en matière de gestion du risque a transformé les rouages du système financier. La réglementation des valeurs mobilières des deux côtés de l'Atlantique n'a jamais été aussi stricte. Les techniques d'audit n'ont jamais été aussi sophistiquées. Or, malgré tout cela, la planète a connu une bulle boursière dans les années 1990 qui présentait de grandes similitudes avec celle qui a précédé le krach boursier de 1929. Les scandales d'entreprises comme Enron, WorldCom,

Vivendi, ABB, Ahold, ou d'autres, ne sont guère si différents de ceux qui ont marqué cette époque plus lointaine.

Ceci reflète une réalité persistante du psychisme humain. Nous n'aimons pas l'idée que chaque personne ait un prix. Mais, lors d'une bulle boursière, les normes éthiques de tous les participants au jeu de l'entreprise sont testées à chaque nouveau palier atteint par les cours sur le marché des actions dans le cadre d'un processus de « découverte des prix », pour emprunter une expression de l'école autrichienne d'économie. Les principes éthiques représentant une composante importante, quoique informelle, de la régulation interne d'une société, leur érosion est coûteuse. Elle est aussi contagieuse. Lorsque les administrateurs d'une société s'enrichissent de manière visible en laissant de côté leurs scrupules moraux, les professionnels du conseil et les auditeurs sont influencés par ce changement d'éthique et subissent une pression plus grande pour, à leur tour, laisser de côté leurs scrupules.

---

\* Éditorialiste au *Financial Times*.

## LE PILLAGE DES SOCIÉTÉS VIA LES « STOCKS OPTIONS »

La différence entre la bulle des années 1990 et celles qui ont précédé réside dans le fait que le pillage des sociétés était à la fois légal et non dissimulé : les *stock options* sont devenues le vecteur, plus particulièrement aux États-Unis, d'un transfert de richesses, financé par l'emprunt, des actionnaires extérieurs à la société vers les dirigeants qui ont bénéficié d'énormes retombées financières de la bulle largement déconnectées de leur performance réelle. Ce phénomène a été facilité par une comptabilité défaillante. La non comptabilisation du coût représenté par les options dans le compte de résultat a véhiculé l'impression que les options représentaient une forme gratuite de rémunération. L'escroquerie s'opérait par la pratique connue à Wall Street sous le nom de *pumping and dumping* (encaisser la manne des *stock options* avant que la musique ne s'arrête). Ce n'est que dans des cas extrêmes, comme ceux d'Enron et de WorldCom, que cette pratique a franchi le seuil de l'illégalité. Les scandales d'entreprises et le sentiment d'un déclin de l'intégrité du contrôle externe ont contribué à une perte de confiance dans la fiabilité des résultats financiers dont dépend une allocation efficace du capital.

Nous avons fait face au premier marché baissier depuis les années 1930, dans lequel les échecs de la gouvernance d'entreprise et les pratiques comptables douteuses ont exercé une pression significative à la baisse sur les cours des actions. Cette perte de confiance se

traduit par un coût social élevé, étant donné qu'elle entraîne des coûts de transaction et de mise en conformité plus élevés dans l'économie et un coût du capital plus élevé que la normale pour les sociétés.

## LA MAUVAISE ALLOCATION DU CAPITAL

Parallèlement, on a assisté à une perte importante de la confiance du public dans le fonctionnement du capitalisme. D'une part, cette perte de confiance est liée aux montants indécentes de la rémunération et des avantages des dirigeants, dont le versement de 139,5 millions de dollars en faveur de Richard Grasso, président du New York Stock Exchange, constitue l'exemple le plus récent et le plus fameux. D'autre part, cette perte de confiance s'explique par l'inefficacité et l'injustice apparente de l'allocation du capital dans le monde. Depuis l'éclatement de la crise asiatique en 1997, les pays en développement ont transféré des fonds vers les pays développés. Le plus grand bénéficiaire est le pays le plus riche du monde, les États-Unis, dont le déficit du compte courant sur sa balance des paiements s'élève à 5 % du produit intérieur brut (PIB). Cette situation contraste très nettement avec la période plus ancienne de la libre circulation des capitaux dans le monde d'avant 1914 ; à cette époque, les économies des pays riches étaient recyclées vers les économies plus récentes, connues sous l'appellation « frontières occidentales » (*western offshoots*), où les opportunités de gains étaient plus grandes. Cette situation

est également en décalage avec les attentes des économies libérales, qui promettaient un résultat plus favorable de la part de la mondialisation.

## L'UTILISATION NÉFASTE DES PRODUITS DÉRIVÉS

Les leçons tirées des scandales d'entreprises comme Enron sont nombreuses, mais une leçon importante concerne le souhait des sociétés d'énergie américaines d'échapper à la gestion d'actifs conventionnels, comme le font les centrales électriques, et de s'orienter vers le négoce de produits dérivés en matière énergétique. Cette évolution reflète un changement plus vaste dans la culture de la finance, à savoir que le système financier se préoccupe désormais moins de l'activité traditionnelle de collecte des dépôts et des prêts, mais plus de la gestion des risques *via* les transactions sur les valeurs mobilières et les instruments dérivés. La croissance phénoménale des nouveaux marchés de produits dérivés sert, sans aucun doute, un objectif légitime pour de nombreux participants qui souscrivent une assurance contre des risques économiques et financiers spécifiques. Mais beaucoup d'autres utilisent les produits dérivés comme moyen d'échapper aux contrôles réglementaires, aux impôts, ou même, comme dans un cas célèbre en Californie, de renverser le processus démocratique en reportant, au lendemain d'une élection, la divulgation des dettes d'un gouvernement d'un État, pour ne pas effrayer les contribuables, afin qu'ils ne votent pas contre les responsables politiques

en place. L'utilisation des produits dérivés sur le marché des changes a, sans doute, exacerbé la crise financière du Mexique au milieu des années 1990 et celle des dragons asiatiques en 1997. Les gouvernements et les banques centrales les ont utilisés pour tenter de dissimuler leur vulnérabilité face à une crise de liquidité. À noter également que les banques d'investissement ont activement commercialisé des combinaisons de produits dérivés destinées à présenter, sous un meilleur jour, la situation bilancielle des banques commerciales. Au Japon, ces pratiques ont sérieusement amplifié une crise bancaire déjà grave, car elles ont permis de maintenir à flot les banques au bord de la faillite, plutôt que de les laisser faire faillite. Les banques solvables ont été fragilisées à cause de la concurrence déloyale qui en a résulté. Et les produits dérivés sont largement utilisés par les investisseurs institutionnels pour court-circuiter les contrôles des changes. Personne ne peut affirmer dans quelle mesure ces stratégies basées sur les produits dérivés ont miné le pouvoir souverain de réglementer et de taxer. Mais il n'y a aucun doute que ces pratiques représentent une menace pour la capacité des États à réguler.

## LA RÉPONSE DES RÉGULATEURS SERA-T-ELLE SUFFISANTE ?

La réponse législative et réglementaire à la vague des scandales d'entreprises sera-t-elle efficace ? Il est tentant de dire non, lorsque l'on observe l'incapacité des cadres législatifs et

réglementaires, avant l'affaire Enron, à empêcher les désastres qui ont eu lieu durant la période de la bulle. Pour prendre un exemple évident, les auditeurs savaient parfaitement bien, dans les années 1990, que toute dégradation sérieuse des normes d'audit et de l'intégrité de leur mission risquait de menacer la viabilité de leur métier et leur situation financière personnelle. Or, cela n'a pas empêché les gens de chez Andersen de faire ce qui a incité le ministère de la Justice américain à poursuivre la société, entraînant, de ce fait, sa chute. Cependant, l'échec de la régulation n'a pas été total. Il est frappant, par exemple, de constater que cette bulle n'a pas été suivie d'une crise financière, ce qui est historiquement rare. Une première explication partielle est qu'un volume considérable d'investissements mal avisés durant la bulle était financé par les actions. Mais ce phénomène peut aussi s'expliquer par le régime d'adéquation du capital du système bancaire. Grâce aux accords de Bâle, le capital des banques a augmenté de manière substantielle dans les années 1990. L'innovation financière y a également contribué en partie, la croissance du marché des produits dérivés en matière de crédit permettant de déplacer le risque hors du système bancaire vers les *hedge funds* et les compagnies d'assurances. Dans ce cas particulier, l'ensemble de la réglementation et les produits dérivés ont joué un rôle positif. À noter en passant que nous ne pouvons pas mesurer à quel point les conséquences de la bulle auraient été pires sans les cadres légaux et réglementaires relativement rigides qui avaient été mis en place pendant les décennies qui ont suivi le krach de 1929.

Le défi pour les législateurs et les régulateurs est de trouver de meilleurs moyens pour contrôler les problèmes d'agences et pour réglementer les conflits d'intérêts. De nombreuses réformes utiles et progressives ont été entreprises pour améliorer l'indépendance des administrateurs et renforcer les comités d'audit :

- accroître l'indépendance de l'auditeur en conférant au comité d'audit un poids plus important dans les désignations et les rémunérations ;
- réglementer l'activité hors audit de l'auditeur à travers des contraintes spécifiques et/ou une meilleure divulgation de l'information ;
- et introduire des « murailles de Chine » plus efficaces dans les banques d'investissement pour empêcher la manipulation des analystes, afin de promouvoir l'activité financière de la banque auprès de sa clientèle d'entreprises.

## RESTAURER DES INCITATIONS

La réponse des régulateurs reste cependant déséquilibrée. Toute la gouvernance d'entreprise se réduit, en fin de compte, à une affaire de bâtons et de carottes. La réaction législative et réglementaire à l'avalanche actuelle des scandales a consisté à augmenter la taille et le poids des bâtons. Une attention beaucoup moins grande a été accordée aux carottes. C'est une question importante parce que de nombreuses incitations des marchés financiers, notamment dans les économies anglo-saxonnes, mais également de plus en

plus en dehors, ont un fonctionnement pervers.

Considérons la question : une grande partie de ce qui n'a pas bien fonctionné pendant la bulle était liée à l'interaction des *stock options* et de l'information financière. Les marchés financiers aiment se concentrer sur une estimation chiffrée unique comme critère d'évaluation de la performance de l'entreprise et jouer, à partir de ce chiffre, à un jeu de prévisions. En pratique, le chef d'entreprise ou le directeur financier fournit des indications aux analystes des marchés financiers sur les bénéfices, puis la société remue ciel et terre pour remplir cet objectif. Le résultat de ce mode de fonctionnement est une culture de « dépassement des chiffres » (*hitting the numbers*), où le léger dépassement de l'objectif est la clé de l'amélioration de la valeur des *stock options*. Les objectifs peuvent être remplis par des moyens honnêtes (ou illicites, comme pour Enron et WorldCom). S'ils ne sont pas remplis, les PDG peuvent alors se retrouver eux-mêmes sur le siège éjectable, mais avec un parachute doré qui offre un atterrissage en douceur lucratif. Ce jeu des prévisions met non seulement une pression intense sur chacun dans la société pour atteindre les objectifs, mais il met, à leur tour, les auditeurs sous pression pour s'accommoder d'une comptabilité flexible. Il a, par ailleurs, un impact important sur l'appétit du PDG pour le risque. Lorsque vous avez la perspective d'un pactole sous forme de *stock options* si les choses vont bien, et un filet de sécurité si les choses vont mal, la tentation de prendre des paris engageant l'avenir de la société est énorme. Il semble entièrement plau-

sible que la récente destruction de valeur dans des sociétés, comme Vivendi Universal et Marconi, ait été liée à ces incitations biaisées.

Les structures d'incitations pour l'activité de conseil d'entreprise ont exactement la même importance. Si la rémunération et la performance privilégient ceux qui rapportent des commissions au détriment de ceux qui se font remarquer pour l'intégrité dont ils font preuve dans leurs missions d'audit, alors la qualité des audits en sera affectée. De la même façon, si les banquiers d'investissement se voient attribuer des primes pour effectuer une opération plutôt que pour effectuer une transaction qui est favorable au client dans la durée, ils seront tentés, en période de bulle spéculative, d'encourager les clients à s'engager dans des fusions et acquisitions destructrices de valeur. Dans les deux cas, la crainte d'une perte de réputation devient une contrainte moins décisive lors d'une bulle, étant donné que les horizons temporels professionnels de chacun tendent à se raccourcir.

Si l'on veut restaurer l'intégrité de la culture des affaires, il est important que la structure d'incitations pousse dans une direction favorable au comportement éthique. Et pour que les managers soient mis en situation de créer de la valeur pour les actionnaires et les autres parties prenantes, ils ont besoin de véritables incitations. Reconnaître le coût des *stock options* dans le compte de résultat serait déjà un pas dans la bonne direction. Mais une solution encore meilleure serait d'abandonner les *stock options* en faveur de l'attribution d'actions assorties de conditions de détention, et de

réduire la proportion de la rémunération liée à la performance. Nous devons, par ailleurs, éliminer les récompenses contractuelles prévues en cas d'échec, qui provoquent bien plus de destructions de valeur que ce qui est généralement reconnu.

## LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Ces réformes progressives ne seront probablement pas très efficaces, si les actionnaires institutionnels ne jouent pas un rôle actif. Ici, le pronostic est incertain. Les investisseurs institutionnels ont été souvent des participants non critiques lors de la bulle. Certaines de leurs techniques, comme la gestion indiciaire (*index tracking* et *closet indexing*), ont contribué à cela, parce que l'investissement indexé valide les estimations existantes des marchés financiers et évite d'aller à contre-courant, comme la spéculation dite « stabilisante ». Et les investisseurs institutionnels ne sont pas parvenus à exercer une influence restrictive, lorsque la folie des entreprises était à l'œuvre. En fait, chez Marconi et chez Vivendi, par exemple, ils incitaient les directions à s'engager dans des méga-offres mal financées. Les investisseurs institutionnels ont également fait preuve d'indolence quant à la qualité des audits. L'une des évolutions les plus importantes des trente dernières années a été la transformation des grands cabinets comptables en conglomerats mondiaux de conseil financier avec une forte culture commerciale.

Les conflits d'intérêts dans leurs activités hors audit vis-à-vis des activités d'audit sont devenus plus aigus. Les actionnaires étaient les perdants potentiels dans cette évolution. Pourtant, à aucun moment, les grandes institutions n'ont sérieusement remis en cause ce qui se passait. Elles ont à peine fait entendre leur voix lorsque de grandes sociétés ont poussé la profession comptable à abandonner ses plans visant à comptabiliser les *stock options* dans les charges. Et dans leur dialogue incessant avec les directions, les grandes institutions se sont rarement interrogées sur la question de savoir si la rémunération de l'activité d'audit était en adéquation avec l'étendue et la complexité de cette activité. Or, nous savons qu'Arthur Andersen effectuait l'audit de WorldCom (et sans aucun doute pour d'autres) pour une rémunération inférieure au coût réel.

Une tendance existe actuellement, en provenance des États-Unis, vers une plus grande divulgation de l'information sur la façon dont les investisseurs institutionnels ont usé de leurs droits de vote. En Grande-Bretagne, les institutionnels ont voté contre l'octroi des rémunérations du conseil d'administration les plus exagérées. Mais nous avons besoin d'un débat plus large sur la gestion des conflits d'intérêts, car les institutionnels sont, eux aussi, soumis à des problèmes d'agence, avec une incitation très forte à minimiser leur propre risque économique plutôt qu'à créer de la valeur pour leurs mandants, les bénéficiaires de pension ou les titulaires de fonds communs de placement. Ils cherchent à réaliser une bonne performance relative vis-à-vis de leurs concurrents plutôt que de bons

rendements absolus, parce qu'il est plus difficile de perdre un client de cette manière (peu importe que ce soit en violation de leurs obligations fiduciaires).

Les scandales d'entreprises suivent les bulles boursières comme la nuit suit le jour, tout comme les faillites d'entreprises sont une conséquence inévitable du capitalisme. De grandes réformes du cadre légal et réglementaire sont invariablement mises en place, après que l'exubérance irrationnelle s'est mise, elle-même, hors jeu. L'histoire nous enseigne que ces restrictions ou contraintes additionnelles n'empêchent jamais d'autres bulles ou d'autres échecs de l'audit. Personne ne peut dire si elles se traduisent par une diminution du taux de faillites d'entreprise et de scandales. Mais si les bâtons et les carottes du système de gouvernance sont déséquilibrés, de sorte que les décideurs soient très incités à falsifier les comptes ou à prendre des risques excessifs, des dommages inutiles apparaîtront à la fois vis-à-vis de la performance de l'entreprise et de la légitimité de la création de richesses.

## UN RITE DE PASSAGE VERS UN NOUVEAU CAPITALISME ?

Arrêtons-nous maintenant sur le problème de cette légitimité de la création de richesses : pourquoi dans les économies anglo-saxonnes autant de gens, en particulier dans les secteurs *high tech*, étaient prêts à émettre eux-mêmes des *stock options* au détriment des actionnaires extérieurs. Il est possible de considérer ce transfert de richesses

comme du vol légalisé. Une analyse alternative, qui vaut d'être méditée, est que ceux qui ont émis des *stock options* pour eux-mêmes et leurs employés les considéraient comme une distribution parfaitement juste des récompenses de l'entreprise, parce qu'ils ne voyaient pas ce que les actionnaires apporteraient à l'entreprise. Selon la vision libérale du capitalisme au XIX<sup>ème</sup> siècle, l'actionnaire était le preneur de risques final dans le système et avait donc droit aux bénéfices résiduels de l'entreprise, après que les créances de toutes les autres parties prenantes (clients, travailleurs, créanciers, gouvernement et communauté) ont été satisfaites. Cette vision paraissait évidente dans un monde où le capital financier était rare, l'avantage concurrentiel résultait largement de la gestion des actifs physiques, et la main-d'œuvre était bon marché et abondante. Le monde d'aujourd'hui ne fonctionne plus comme cela. Durant les années de la bulle, une société comme Microsoft se vantait d'avoir un bilan débordant de liquidités. Elle n'avait pas besoin de capitaux externes. En effet, depuis ses débuts, elle n'avait pas eu besoin de tels capitaux. Son avantage concurrentiel résultait non pas de la détention d'actifs physiques, mais du capital humain, des systèmes et du capital social représenté par le comportement coopératif sur le lieu de travail. Suggérer aux employés d'une telle société que les actionnaires sont les preneurs des risques résiduels est moins que convaincant. Les investisseurs institutionnels ont dilué leurs risques à travers de larges portefeuilles diversifiés. Leur prise de risques est beaucoup moins grande que celle des

« travailleurs du savoir », qui ont un enjeu réel et palpable dans la société. Toute comptabilité digne de ce nom dans les entreprises *high tech* devrait intégrer ces parties prenantes qui comptent le plus en termes d'avantage concurrentiel : les « travailleurs du savoir ». Pourtant, dans de nombreux cas, il est impossible de donner une valeur à ce qu'ils rapportent à la société. L'état de l'art comptable n'autorise pas la comptabilisation des parties prenantes de ce type. Et de toute manière, il n'est pas facile de déterminer ce qui constitue une répartition légitime des profits dans ce capitalisme basé sur la connaissance.

En bref, il est possible que l'un des messages implicites contenus dans

la récente bulle boursière est que le modèle de capitalisme du XIX<sup>ème</sup> siècle basé sur le profit des actionnaires n'est plus adapté aux parties les plus avancées de l'économie moderne. Il est certain que l'épisode de la bulle a été marqué par une grande dose d'âpreté au gain et de comportements non éthiques. Mais il se peut aussi qu'il ait été un « rite de passage » pour le modèle capitaliste, engagé dans une métamorphose difficile, reflétant les réalités d'une économie dans laquelle les valeurs sont de plus en plus intangibles. Cette thèse peut manquer de preuves, mais elle offre une explication plausible, bien que partielle, du comportement des conseils d'administration dans les années 1990.