

# DEUX ANS APRÈS ENRON, A-T-ON MIS FIN À LA MANIPULATION DES COMPTES ?

JACQUES MISTRAL\*

L'information financière est au cœur de la finance moderne. La rapidité, la pertinence, la fiabilité des chiffres, constituent la condition *sine qua non* de la confiance des marchés et de la rationalité des décisions d'investissement. C'est peu dire que cette confiance a été sérieusement ébranlée par les scandales dont Enron a marqué la première et spectaculaire étape. On a vite pris conscience de ce que tous les maillons de la chaîne impliquée dans la préparation et la validation des comptes avaient été défaillants. Depuis deux ans, tous les chantiers sont donc ouverts : les concepts comptables, la supervision de l'arrêté des comptes par le management et le conseil d'administration, la validation par les auditeurs, la communication de l'information appropriée, pas seulement comptable, aux marchés<sup>1</sup>. Où en est-on après deux ans de réformes ? Peut-on considérer que la confiance dans les

chiffres est restaurée ? Pour commencer, il est intéressant de mesurer l'ampleur des manipulations pratiquées dans le passé et d'en comprendre la logique.

## LA « CUPIDITÉ » DU MANAGEMENT ET LA MANIPULATION DES COMPTES

On a souvent présenté la décennie 1990 comme celle d'un « capitalisme actionnarial » (ou financier) succédant au « capitalisme managérial » des décennies antérieures. En fait, la réalité est loin de correspondre à cette vision idyllique pour le petit actionnaire.

Pendant plusieurs décennies, le management des très grandes entreprises avait considéré qu'il pouvait traiter les actionnaires comme l'une des parties

\* Professeur des Universités, ministre-conseiller financier à l'ambassade de France à Washington.

prenantes à la vie de l'entreprise, mais sans juger leurs intérêts prioritaires parce qu'ils pouvaient entrer en conflit avec ceux, tout aussi importants, des autres acteurs, en particulier les salariés et les dirigeants. Les OPA hostiles ont marqué la fin de cette époque, ce qui a conduit les dirigeants à être beaucoup plus sensibles que par le passé à leur cours de Bourse. La valeur du titre devenant l'alpha et l'oméga, il n'y avait qu'un pas à franchir pour y voir un capitalisme désormais soumis aux intérêts de l'actionnaire. C'était, dans une large mesure, une illusion.

Un autre changement est apparu moins notoire sur le moment, mais il allait entraîner des conséquences encore plus profondes : celui du mode de rémunération des dirigeants qui allait devenir systématiquement fondé sur l'octroi d'options. Le problème d'agence que l'on croyait avoir résolu en associant plus directement l'intérêt du management et celui de l'actionnaire allait, en effet, dans tous les cas révélés par les scandales financiers, se retourner contre ce dernier<sup>2</sup>. Les transferts de richesses souvent gigantesques que l'on a observés, dans certains cas, au détriment des actionnaires, reflètent l'attrait personnel du management pour le parcours du titre et la manipulation du résultat. Le nouveau paradigme, supposé rendre le management plus responsable vis-à-vis du marché, s'est vu trop souvent dévoyé<sup>3</sup>.

L'arrêté des comptes a constitué un élément essentiel dans cette nouvelle stratégie de communication financière : le mythique (et insoutenable) ROE (*Return on equity*) de 15 % y a longtemps joué le rôle vedette, et la croissance du résultat celui de témoin. Les

nouvelles règles du jeu consistaient, dans ce contexte, à :

- gérer les anticipations de résultat ;
- prendre les mesures opérationnelles appropriées ;
- battre légèrement le résultat anticipé.

Ces méthodes ont suffi à beaucoup d'entreprises pour atteindre l'ensemble de leurs objectifs ; d'abord, parce qu'elles étaient mieux gérées que d'autres, mais aussi parce que leur stratégie de croissance (interne et externe) était plus convaincante, ou parce qu'elles étaient en mesure d'extraire du résultat là où des années de facilité avaient « laissé s'accumuler du gras »<sup>4</sup>. Le problème qu'ont révélé les scandales financiers n'est donc pas là, il vient de l'application de ces mêmes principes à celles des entreprises qui se sont engagées dans la voie des manipulations comptables<sup>5</sup> soit parce qu'elles se donnaient des objectifs démesurés, soit parce qu'elles entendaient participer au jeu sans en avoir le ressort.

Ces manipulations comptables étaient très clairement identifiées avant même le déclenchement des scandales récents, et les techniques auxquelles avait recours le management étaient quasiment décrites dans les manuels<sup>6</sup> :

- l'anticipation (ou le report) du chiffre d'affaires ;
- la détermination de « charges exceptionnelles » (propres à faciliter des résultats flatteurs à l'avenir) ;
- la gestion des provisions et des réserves (*cookie jars*) pour faciliter la régularisation des résultats futurs ;
- l'exploitation des opérations de fusion-acquisition au service des méthodes précédentes.

Dans sa célèbre lettre annuelle aux

actionnaires, Warren Buffett avait, parmi d'autres, dès 1998, dénoncé ces travers et soutenu les initiatives de l'époque, pour que les sociétés cotées « rendent compte de la réalité » à leurs actionnaires en qualifiant cette ambition « d'herculéenne », parce que « beaucoup de PDG considèrent ces manipulations non seulement comme convenables, mais même comme un devoir »<sup>7</sup>.

## LA TRAHISON DES GARDIENS

On peut juger, rétrospectivement, de l'ampleur du phénomène en examinant les cas de retraitement des comptes durant cette période ; ce qu'a fait une étude détaillée du Government Accounting Office pour la période 1997-2001<sup>8</sup>. Le nombre des retraitements représente, certes, une fraction minime du nombre des sociétés cotées, mais il a fortement progressé dans la seconde moitié de la décennie 1990, de 92 en 1997 à 225 en 2001. Annuellement, le pourcentage des sociétés concernées a augmenté de moins de 1 % en 1997 à près de 3 % en 2002 ; au total, 10 % de toutes les sociétés cotées ont procédé au moins une fois à des retraitements. Ceux-ci ont porté sur le revenu (38 % des 919 cas recensés), les charges ou les actifs. L'impact à la hausse de ces jeux comptables sur les cours de Bourse est évidemment difficile à mesurer, puisqu'ils sont, par définition, discrets. Mais on voit mieux ce qui se passe en sens inverse, après l'annonce des retraitements qui, elle, est publique : on relève en moyenne, le lende-

main des annonces, une baisse de 10 % du titre des sociétés concernées, ce qui confirme l'évidence, à savoir que les manipulations avaient aidé l'envol des cours. Comment tout cela a-t-il pu se développer sans réaction ?

La manipulation du résultat est, comme l'ont montré les enquêtes ultérieures, le produit d'une défaillance systémique ; les conseils d'administration ont été les premiers accusés. Au terme d'une enquête poussée, le Sénat des États-Unis a mis en cause, de manière grave et détaillée, le conseil d'Enron<sup>9</sup> : celui-ci avait eu connaissance des pratiques comptables agressives de l'entreprise (ce qui est qualifié de *high risk accounting*), et il est, en particulier, blâmé pour le laxisme avec lequel il a traité les rémunérations des dirigeants. Les juristes sont alors intervenus pour expliquer que les comptes soumis au conseil avaient été approuvés par les auditeurs, en l'occurrence Arthur Andersen comme on le sait. Suivant la caractérisation même de la Securities and Exchange Commission (SEC), les auditeurs ont la mission, confiée par la loi fédérale, d'être les gardiens (*gatekeepers*) du marché. Il faut se demander ce qui explique leur défaillance à la fin de la décennie 1990<sup>10</sup>.

Les firmes d'audit sont des entreprises qui mettent à la disposition de leurs utilisateurs une ressource particulière, leur capital réputationnel. Pour un auditeur, valider la pratique qualifiée plus haut de « comptabilité à haut risque », c'est mettre en péril sa réputation. Comment s'explique leur moindre vigilance au cours de la décennie 1990 ? Il semble y avoir deux explications principales. Premièrement, on note un recul de la supervision : on a

pu établir que la SEC avait régulièrement mis en cause des membres des cinq grands cabinets d'audit dans la décennie 1980, mais que ces actions s'étaient raréfiées pendant la décennie suivante (une seule ayant été alors menée, déjà contre Arthur Andersen). Cette tendance réduit les risques (et donc les coûts) liés à l'effritement du capital réputationnel. D'un autre côté, les firmes d'audit ont considérablement diversifié les affaires menées au service de leurs clients. Et cela change la relation. Dans la situation antérieure, il est coûteux pour l'entreprise de se séparer d'un auditeur qui manquerait de flexibilité en matière comptable. Dans le régime des années 1990, au contraire, c'est l'auditeur qui résiste plus difficilement à une pression de son client pour lequel il est aisé de mettre fin à des contrats lucratifs ; l'auditeur se trouve dans la main d'un management dont on a caractérisé les motivations plus haut. Il n'est pas surprenant que la loi Sarbanes-Oxley ait choisi une solution drastique pour imposer de nouveaux comportements aux auditeurs avec la création d'un nouvel organe de supervision spécialisé, le Public Company Accounting Supervisory Board<sup>11</sup>.

Au total, les scandales financiers récents ont mis en lumière des défaillances significatives du système comptable dans sa manipulation par le management, dans son utilisation, par exemple par les analystes, dans la complaisance des conseils d'administration, dans le laxisme des auditeurs, et, finalement, dans une supervision inadéquate par la SEC ; les défaillances comptables sont au centre même du système, puisqu'il s'agit de normes mal

adaptées et d'un contrôle trop laxiste. Sur quoi fonder la réforme comptable qui s'impose ?

## À LA RECHERCHE DU BON SYSTÈME COMPTABLE

La définition d'un « bon système comptable », celui qui éviterait la manipulation des chiffres, est une tâche de longue haleine dans laquelle la profession comptable est engagée depuis des décennies. Longtemps restées affaire de spécialistes, ces réformes suscitent, depuis deux ans, un intérêt beaucoup plus large ; la presse rend compte de débats incroyablement techniques, et il arrive même que les chefs d'État s'expriment sur ces matières. La question de la concurrence ou de la convergence des systèmes comptables est posée depuis dix-huit mois en des termes nouveaux : les normes américaines US-GAAP ont été critiqués aux États-Unis à la suite des scandales récents<sup>12</sup>, l'adoption d'un système fondé sur des principes est, depuis, plus favorablement jugé ; un rapprochement entre les normalisateurs américain (Financial Accounting Standards Board - FASB) et international (International Accounting Standards Board - IASB) est en cours depuis l'été dernier. Quelle en est la portée ?

La différence philosophique fondamentale entre US-GAAP et IFRS (International Financial Reporting Standards) donne lieu à d'interminables débats dont on peut résumer ainsi l'essentiel :

- pour les opposants aux standards internationaux, les normes US-GAAP doivent leur supériorité au fait que l'IFRS serait moins détaillé, moins rigoureux, plus flexible, qu'il laisserait une trop grande place au jugement, et ne fixerait pas d'exigences suffisantes en termes de divulgation de l'information. Et de conclure que l'IFRS est d'un niveau de qualité inférieure ;

- à l'inverse, beaucoup d'observateurs reconnaissent, désormais, la qualité du travail technique fourni par l'IASB, les bénéfices que les nouveaux standards ont su tirer des meilleures pratiques internationales tout en préservant une certaine simplicité du dispositif. Les reproches adressés aux US-GAAP portent, à l'inverse, sur sa complexité, son coût, ses contradictions internes, et le danger constant de voir les règles, aussi précises soient-elles, contournées.

Il est intéressant de décrire comment ces deux conceptions dictent des pratiques professionnelles profondément différentes de part et d'autre de l'Atlantique : ce qui est en jeu, ce n'est pas seulement la technique comptable, c'est la définition des missions et l'exercice des contrôles, c'est une affaire de déontologie. Dans la conception européenne, la profession, qu'il s'agisse de ceux qui arrêtent les comptes dans l'entreprise ou de ceux qui les audient, est, en principe, unie dans la poursuite d'un même objectif. Il peut, certes, y avoir un débat sur les chiffres, mais ce débat est encadré par leur soumission à un même principe : « rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise » ; cette discipline est, au demeurant, renforcée, en France, par l'existence du double

commissariat aux comptes. Sans esprit de paradoxe, on peut considérer que cette relation correspond assez bien à l'idée (on ne peut plus américaine) de *check and balance*. Il en va très différemment aux États-Unis où une partie de l'imagination financière observée ces dernières années a, en effet, servi, plus qu'ailleurs, à créer des transactions financières ayant pour seul objet de contourner une règle comptable. Il est facile de montrer comment la philosophie américaine, celle des règles, introduit le conflit d'intérêts au cœur même de la profession comptable.

Aux États-Unis, la relation que l'on vient de décrire est, en effet, insérée dans un cadre beaucoup plus rigide ; pour caricaturer, le débat n'a pas lieu d'être, puisqu'il s'agit simplement de respecter la règle sous le contrôle du juge. Mais l'expert en techniques comptables n'est pas seulement comptable ou auditeur, il joue un troisième rôle, celui de conseiller stratégique, aux côtés de ses collègues juristes et financiers, avec lesquels il élabore les montages sophistiqués, caractéristiques de la finance moderne. Dans ces exercices, les comptables ont des obligations professionnelles, mais celles-ci ne peuvent aller jusqu'à garantir l'exactitude des rapports. Comme l'a reconnu le FASB, « les standards permettent un *engineering* comptable pour structurer des transactions en contournant les règles et en circonvenant finalement leur esprit ». Et Harvey Pitt, lui-même, qui présidait au travail de la SEC, de résumer : « Le développement d'une comptabilité fondée sur des règles a eu pour résultat l'utilisation de techniques financières définies seulement

pour atteindre certains objectifs comptables »<sup>13</sup>.

On peut être tenté de conclure de cette comparaison que le respect des principes (auxquels nous sommes, à juste titre, attachés en Europe) a un fondement éthique plus solide, et qu'il commande une pratique comptable plus respectueuse de la réalité économique ; ce qui est le jugement de l'auteur de cet article. Mais certains, plus cyniques ou poussant les raisonnements à l'extrême, pourront tirer une autre conclusion : de l'autre côté de l'Atlantique, on pourra continuer à juger que l'imagination financière (y compris sa composante comptable) fait partie des moteurs de la croissance, qu'il est donc souhaitable de lui laisser le plus grand champ possible et de ne définir qu'*a posteriori* les bornes dont l'expérience enseigne qu'il est préférable de ne pas les franchir. « Règles » et « principes » ont donc de grandes chances de rester deux philosophies difficilement conciliables. Au demeurant, rien n'est, à l'heure actuelle, prévu sur la façon de trancher les problèmes futurs d'interprétation des normes IASB, ni sur l'évolution ultérieure de normes recueillant à un moment donné un accord IASB/FASB.

C'est pourquoi, l'idée de convergences techniques nombreuses et substantielles a une bien meilleure crédibilité que la convergence vers un système unique qui n'offre pas une perspective vraiment réaliste. Le FASB et l'IASB ont, en effet, publié, en octobre dernier, un mémorandum appelé « Accord de Norwalk » visant à rendre « compatibles » les standards existants et à « coordonner leurs programmes de travail futurs ». Les deux organismes

ont également adopté un « programme de convergence à court terme » qui vise à élaborer des solutions communes à un certain nombre de divergences bien recensées<sup>14</sup>. C'est une voie prometteuse dans son principe, dont il faut espérer des résultats concrets. L'IASB est, par sa nature même, ouvert à de telles réflexions et à la recherche de compromis ; l'une des conséquences positives des scandales passés est, certainement, d'avoir quelque peu affaibli, aux États-Unis, la conviction d'une supériorité générale et indiscutée des US-GAAP, et cela peut ouvrir la voie à certains rapprochements. Mais il ne faut pas se nourrir d'illusions, à la fin de la journée, la réforme, en Amérique, obéira à une logique américaine. Quelles conclusions faut-il en tirer en Europe ?

## LA PRODUCTION DES NORMES COMPTABLES

La production des normes comptables est trop sérieuse pour être confiée aux seuls experts.

L'engagement européen, et en particulier français, en faveur de l'adoption des normes comptables IAS (International Accounting Standards) correspond à une claire volonté d'améliorer la comparabilité des comptes, d'aboutir à un référentiel commun ; ce sont des outils, des étapes, pour progresser vers un grand marché financier européen et pour l'application de normes homogènes en matière de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. On ne saurait donc sous-estimer l'enjeu. Mais cette orientation ne doit pas conduire à l'adoption de normes dont

l'application se révèle inadaptée, comme c'est le cas aujourd'hui pour les normes relatives aux instruments financiers (IAS 39 et 32), ou dont la conception même se heurte à des objections de fond (comme c'est le cas des avant-projets de normes dites *performance reporting*). Les événements récents invitent à s'interroger sur le pilotage de cette entreprise de normalisation. L'industrie bancaire, en particulier, a soulevé de nombreuses et fortes objections techniques aux projets de normes sur les instruments financiers, et les assureurs ont également fait valoir le caractère inadapté de ces orientations pour l'assurance-vie. Ces secteurs ont démontré que ces projets de normes étaient incohérents par rapport à la nature des risques portés au bilan et à la façon dont ces risques étaient gérés. Plus fondamentalement, ils ont mis en cause le caractère formel des consultations auxquelles procède l'IAS, sans que les critiques et contre-propositions soient prises en compte.

Ayant pris de l'ampleur depuis dix-huit mois, ces objections ont conduit au report des discussions programmées au niveau européen pour l'adoption d'un « paquet » de normes IAS. Au-delà de l'aspect tactique, ce report peut être l'occasion d'un réexamen de la gouvernance du système dont on vient de voir que, faute de toute intervention extérieure, il pouvait dériver en ayant des conséquences dommageables pour la communauté des utilisateurs et, à la limite, négatives sur le modèle de développement économique que l'Europe entend poursuivre. Ces problèmes de gouvernance, sur lesquels il est encore temps de revenir, portent

sur plusieurs points :

- la philosophie même de l'exercice comptable qui ne peut se réduire à un axiome de *fair value* ;
- un rythme trop rapide des changements qui deviennent peu compatibles avec le besoin de sécurité et de transparence prioritaire pour les marchés ;
- la composition de l'IASB auquel, indépendamment de la sous-représentation de l'Union européenne, trop peu de représentants de la communauté des utilisateurs sont associés ;
- le mécanisme de consultation qui, au-delà d'une prise en considération formelle, devrait accepter de prendre en compte certaines des propositions extérieures à l'IASB ;
- la création d'un organe d'orientation et de pilotage évitant de se trouver dans la situation où le choix de l'Union européenne est réduit à l'alternative adhésion en bloc ou rejet.

Tout cela étant dit, la comptabilité ne suffit pas (et de loin) à répondre à tous les besoins des investisseurs : la mesure, même si elle était impeccable, des résultats donne une photographie de l'entreprise ; elle est indispensable, mais ne dit pas grand chose sur ses perspectives de profit ou sur le profil de ses risques, bref sur ce que l'on peut appeler sa « performance soutenable ». Il est frappant de constater que peu de progrès ont été faits jusqu'ici pour systématiser la publication d'informations extra-comptables dont on sait qu'elles jouent pourtant un rôle déterminant pour le management à travers la batterie des indicateurs de gestion, les modèles de mesure des risques... Ce qui est utile au management serait-il inadéquat, voire dangereux, dans les mains de l'investisseur ?

## DIVERSIFIER L'INFORMATION FINANCIÈRE

Il faut, à ce stade, réexaminer les déterminants de l'offre et de la demande d'informations financières. La demande a partout, et de longue date, été largement influencée par des besoins d'ordre public (fiscalité, supervision prudentielle, voire lutte contre des pratiques anticoncurrentielles) ; l'offre a été contrôlée, pour l'essentiel, par les régulateurs publics et la profession comptable. De cette conjonction, découle un modèle d'information financière qui privilégie, de manière exclusive, la comptabilité, parce que les enjeux fiscaux et réglementaires sont essentiels pour le résultat de l'entreprise, et parce que les garanties d'homogénéité le sont vis-à-vis de l'extérieur. Le management et les conseils n'ont, dans ce régime, guère d'incitation à fournir au marché une information plus complète et/ou plus pertinente.

Pourtant, et même sans entrer dans le détail, on recense quatre raisons principales pour lesquelles la comptabilité ne peut pas répondre complètement aux besoins des investisseurs qui s'interrogent, par définition, sur l'avenir d'un titre :

- la comptabilité a, par construction, un caractère rétrospectif ;
- l'information qu'elle fournit ne décrit que les transactions ;
- la périodicité des comptes fait obstacle à un suivi en continu de l'entreprise ;
- la comptabilité ne mesure pas les « intangibles » dont l'importance va croissant.

Ces lacunes ont été identifiées de lon-

gue date, et pourtant le projet de l'IASB s'est, comme on l'a vu, développé à contre-courant de cette démarche, puisqu'il constitue, au contraire, l'ultime étape d'un modèle où « l'offre » d'informations se perfectionne en termes de techniques purement comptables, axiomatiques pourrait-on dire, au prix d'une abstraction croissante et au risque de se couper de ses « clients ». Pourtant, selon une enquête de PriceWaterhouseCoopers, 22 % seulement des investisseurs considéraient, aux États-Unis, en 1999, les états financiers comme des sources « très utiles » pour évaluer une entreprise. C'est pourquoi, prolongeant une réflexion amorcée depuis deux décennies, certains n'hésitent pas, aujourd'hui, à juger inappropriée la réponse apportée aux États-Unis par la loi Sarbanes-Oxley dénoncée comme une décision hâtive du Congrès, fondée sur un diagnostic tronqué et proposant des remèdes inadéquats puisque concentrés sur la seule question des résultats comptables et de leur audit<sup>15</sup>.

Le plaidoyer en faveur d'un *reporting* plus étoffé<sup>16</sup> constitue donc une suite logique des scandales financiers. À titre d'exemple, l'information pourrait utilement être structurée en trois niveaux : le premier est celui des comptes ; le second serait un échelon d'indicateurs spécifiques à chaque secteur ; le troisième un ensemble de données caractéristiques de l'entreprise elle-même. C'est au niveau intermédiaire que devraient être développés de nouveaux indicateurs standardisés et audités. La logique en est aisément défendable : les principaux facteurs de la création de valeur (ou, pour prendre un terme plus neutre, de la performance) sont différents d'une industrie à l'autre (pensons, par exemple,



à l'industrie pharmaceutique et aux télécommunications), et les indicateurs pertinents, eux-mêmes, sont souvent propres à chaque secteur (comme le montrent les pratiques du management).

Un tel projet a encore beaucoup de chemin à parcourir avant d'être systématisé et accepté, mais la demande des investisseurs pour une information plus transparente, moins aisément manipulable que dans le passé, est forte : il y a là la source d'un avantage compétitif qui peut conduire certaines entreprises innovatrices à amorcer le mouvement, à entraîner leur secteur et, finalement, à promouvoir les standards indispensables. Mais on peut aussi craindre que ce processus spontané n'aille pas beaucoup plus loin que ce que l'on a vu durant la décennie écoulée ; c'est pourquoi, retrouvant l'idée suivant laquelle l'information financière a la nature d'un bien public, il y a certainement de la place pour une intervention des autorités de tutelle qui pourrait prendre plusieurs formes :

- corriger toute asymétrie d'information en obligeant l'entreprise à communiquer sur les opérations effectuées par le management (*insider trading*) ;
- promouvoir la diffusion d'informations extra-comptables adaptées à différents secteurs ;
- charger les organes de normalisation comptable d'étendre le champ de leurs analyses, en créant les standards adaptés à une « économie de l'intangible ».

Il faut, sans doute, s'y résigner : l'information financière n'est pas

une discipline véritablement scientifique en raison, en particulier, de la complexité des opérations désormais impliquées dans la définition des transactions et dans la circulation des capitaux. Cela exige un travail de plus en plus rigoureux des professionnels qui se sont organisés, à l'échelle de la planète, pour être à la hauteur des défis qui leur sont soumis ; on peut être confiant sur ce volet, à la seule condition que les organes concernés en Europe soient, plus qu'ils ne l'ont été dans le passé récent, à l'écoute de leurs clients. Il y a, ensuite, la police des comptes : l'un des membres de cette distinguée corporation, Arthur Andersen, a disparu ; la loi Sarbanes-Oxley a créé un organe de supervision spécialisé ; et la responsabilité pénale des dirigeants est désormais engagée pour garantir la sincérité des comptes. Même s'il est trop tôt pour en faire le bilan des coûts/avantages, ce dispositif devrait mettre de la discipline dans la communication financière. Mais les défis restent nombreux, tout simplement parce que le jeu des marchés financiers consiste à regarder l'avenir, ce sur quoi la publication des comptes, aussi précis et rigoureux soient-ils, ne donne qu'une information très partielle. Le besoin d'éclairages complémentaires reste entier. Ceux qui parviendront à définir des pratiques convaincantes et des standards reconnus disposeront, sans nul doute, d'un avantage compétitif important ; c'est un enjeu majeur à la fois pour nos grandes entreprises et pour l'Union européenne.

## NOTES

1. Ces analyses ont donné lieu à un rapport du Conseil d'analyse économique où l'on trouvera des développements plus précis et plus complets sur beaucoup de points évoqués dans cet article. Voir : Jacques Mistral, Jean-Hervé Lorenzi et Christian de Boissieu, *Les normes comptables dans le monde post-Enron*, La documentation française, 2003.
2. Brian Hall et Kevin Murphy, *Stock Options for Undiversified Executives*, Journal of Economics and Accounting, avril 2002.
3. Lucian Arye et al., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, Chicago Law Review, vol. LXIX, 2002.
4. On comprend d'ailleurs pourquoi le fait de ne pas pouvoir atteindre la « prévision » du résultat, même pour un montant minime, pouvait être sanctionné par un recul brutal du titre ; en fait, la « prévision » n'en est pas une, et le fait de l'atteindre (ou pas) est une information binaire, l'indication qu'il reste (ou pas) au management des marges de manœuvre pour l'avenir.
5. Le terme *greed* a été employé par Alan Greenspan, lui-même, lorsqu'il a voulu, tardivement, souligner la dimension éthique des comportements révélés par la succession des scandales.
6. Voir, par exemple, R. Eccles et R. Herz, *The Value Reporting Revolution*, Wiley and sons, 2001.
7. Lettre aux actionnaires consultable sur le site [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)
8. Government Accounting Office, *Financial Statements Restatements*, octobre 2002.
9. US Senate, *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, Rapport du Subcommittee on Investigations, 8 juillet 2002.
10. John C. Coffee, *What Caused Enron ? - A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School, document de travail, janvier 2003.
11. Jacques Mistral, *Gouvernance d'entreprise et marchés financiers, où en est-on un an après la loi Sarbanes-Oxley ?*, colloque Cercle des économistes/Euronext, décembre 2003, à paraître aux éditions Descartes et Cie.
12. Voir, par exemple, les communications présentées à la conférence de l'American Enterprise Institute, *Is GAAP Worth Fighting for ?*, Washington DC, 13 mars 2002.
13. C'est évidemment la raison majeure du discrédit de la profession comptable aux États-Unis, après les scandales financiers de 2002. Voir le reportage de Business Week, *Bloodied and Bowed*, 20 janvier 2003.
14. Documents consultables sur le site Web des deux institutions : accord de Norwalk en date du 29 octobre 2002, projet de convergence à court terme en date du 19 novembre.
15. P. Wallison, *Poor Diagnosis, Poor Prescription, The Error at the Hearth of the Sarbanes-Oxley Act*, 2002; R. Basset et M. Storrie, *The Sarbanes-Oxley Act and the New Financial Accounting Oversight Board, Investor Saviour or Chimera ?*, 2003, papiers présentés à la conférence de l'American Enterprise Institute : *Have we Overestimated the Importance of Audited Earnings ?*, 23 janvier 2002.
16. S. Di Piazza et R. Eccles, *Building Public Trust*, John Wiley and Sons, 2002.