

# RÉFORME FINANCIÈRE AUX ÉTATS-UNIS : LA JUSTICE SUIT SON COURS, LES AFFAIRES AUSSI

PERRINE KALTWASSER\*  
JACQUES MISTRAL\*\*

*All I want in life is an unfair advantage.*  
Maurice « Hank » Greenberg

Les scandales financiers ont marqué le tournant du siècle aux États-Unis. Enron a été le premier et d'autres se sont succédés. Après une période de calme, AIG s'est trouvée en 2005 sur le devant de la scène. L'assureur n'est pas Enron, mais la présence d'entités *offshore* et une volonté d'affichage de résultats toujours croissants, parfois au prix de manipulations comptables, sont communes aux deux entreprises. La gouvernance d'entreprise reste problématique et la loi Sarbanes-Oxley est loin d'avoir résolu tous les problèmes<sup>1</sup>.

La bonne protection des actionnaires, des clients et des salariés reste un chantier ouvert face à des groupes financiers importants aux opérations très complexes : un nouvel exemple en a été donné en octobre 2005 avec la

révélation de manipulations comptables de grande ampleur par le PDG d'une institution financière de premier plan, Refco, qui, ironiquement, venait d'être introduite en Bourse ; la brutalité de la faillite qui en est résultée, consommée en quelques jours, a été un nouveau coup de tonnerre.

Dans ce contexte, les insuffisances de la supervision, le manque de coopération entre régulateurs et juges, le manque de discernement dans les enquêtes, mais aussi la résistance des milieux d'affaires montrent que la société américaine n'a pas retrouvé un équilibre satisfaisant entre protection de l'investisseur et dynamisme de l'entrepreneur ; le sort de Maurice « Hank » Greenberg, figure charismatique du monde de l'assurance, est à cet égard un cas d'école.

\* Commissaire-contrôleuse des assurances.

\*\* Professeur de sciences économiques, conseiller financier à l'ambassade de France à Washington.

Le présent article examine les transformations du paysage législatif, réglementaire et judiciaire entre Enron et AIG ; il montre la persistance en 2005 de pratiques discutables, décrit la lutte à rebondissements entre procureurs et régulateurs, analyse l'offensive mais aussi les hésitations des tribunaux et des régulateurs face aux dirigeants d'entreprises et aux cabinets d'audit, et souligne finalement les difficultés persistantes des investisseurs et des salariés face aux scandales financiers.

### D'ENRON À AIG : 4 ANS DE SCANDALES... ET SARBANES-OXLEY

Enron, WorldCom, Qwest, Adelphia, Tyco, HealthSouth, Rite Aid, Global Crossing, Parmalat, Ahold, AIG... : nombreux ont été les scandales financiers ces dernières années. L'un des derniers en date, AIG, a des points communs avec ceux qui l'ont précédé, mais il est surtout révélateur d'une attitude nouvelle de la justice et des conseils d'administration à l'égard des dirigeants d'entreprises.

### AIG n'est pas Enron, quoique...

AIG est une vraie compagnie avec de la substance et des opérations générant des profits réels, pas un jeu de miroirs et de fumée comme Enron. La base commerciale et technique d'AIG est solide et est le résultat d'une politique volontariste depuis 30 ans.

Cependant, les points communs entre AIG, Enron et bien d'autres sont troublants :

- des auditeurs qui n'ont rien vu ;
- des entités « secrètes », hors-bilan, qui auraient dû être incluses dans les comptes ;
- des dirigeants prêts à utiliser toutes les astuces comptables pour adapter les résultats aux attentes des investisseurs.

Le procureur général de New York, Eliot Spitzer, a porté plainte au civil contre AIG, son ancien PDG (Maurice Greenberg) et son ancien directeur financier, le 26 mai 2005. AIG a remis son rapport annuel à la Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>2</sup> le 31 mai 2005 avec plus de deux mois de retard, annonçant un profit, pour 2004, de 9,7 milliards de dollars au lieu des 11,1 milliards de dollars annoncés en février, et en attribue la responsabilité à l'ancienne équipe dirigeante. Le Groupe a revu ses comptes. Depuis 2000, le montant des erreurs comptables s'élève à 4,3 milliards de dollars, dont 3,3 milliards de dollars amélioreraient les comptes et 1 milliard de dollars les détériorait ; les capitaux propres du Groupe sont réduits de 2,3 milliards de dollars (soit 2,7 %). Paradoxalement, les résultats du Groupe sont en hausse de 42 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2005 et de 51 % au 2<sup>ème</sup> trimestre (les résultats de l'ensemble des assureurs sont en hausse au 1<sup>er</sup> semestre). Au 3<sup>ème</sup> trimestre, AIG a réalisé un profit de 1,72 milliard de dollars, et ce, malgré une perte de 1,57 milliard de dollars liée à la saison cyclonique exceptionnelle de 2005.

## Encadré 1

### L'utilisation de la réassurance « finite » par AIG

AIG a reçu des assignations à comparaître de la SEC et du procureur général de New York pour avoir vendu des produits de réassurance non traditionnels qui auraient servi à lisser les résultats financiers de ces sociétés. Les deux questions que se posent les régulateurs sur ces produits sont :

- doivent-ils être comptabilisés comme une dette ou un contrat de réassurance (ce qui change leur impact sur le bilan de la société assurée) ?
- ces polices ont-elles faussé la lecture des comptes ?

À la différence des contrats de réassurance traditionnelle qui sont, en général, annuels et transfèrent des risques d'un assureur à un réassureur en échange d'une prime fixe, les contrats de réassurance *finite* sont, en principe, pluriannuels ; de plus :

- le réassureur assume un risque d'assurance limité à la fois en montant et par une clause de participation aux bénéfices qui module la prime en fonction des résultats de l'assureur ;
- les revenus financiers que la prime de réassurance va générer pour le réassureur sont explicitement pris en compte dans la tarification.

Ces produits sont très complexes, construits sur mesure et pas toujours transparents. Ils permettent de lisser les résultats et de reporter l'annonce de pertes. Leur comptabilisation est problématique car les normes ne sont pas toujours très claires et varient d'un pays à l'autre. Il est donc parfois difficile de mesurer le transfert de risques effectif et l'impact sur les résultats et le bilan des sociétés concernées. Il y a là l'utilisation de techniques comptables et financières aussi sophistiquées que celles mises en œuvre par Enron avec ses *special purpose entities* !

Les corrections des comptes d'AIG fin mai 2005 peuvent laisser dubitatif. Le Groupe AIG est, en effet, une construction d'une extrême complexité. Or, il n'a été procédé qu'à de légères retouches sur de nombreux postes comptables (fonds spéculatifs, comptabilisation des produits dérivés, contrats de réassurance, frais d'acquisition reportés, primes d'assurance). De plus, AIG a annoncé, en novembre 2005, qu'il y aurait de nouvelles corrections significatives de ces comptes

sur la période 2000-2005. Dans ce contexte, on peut légitimement se poser des questions sur l'ensemble des comptes du Groupe. Les liens entre AIG et CV Starr ou Starr International restent, par exemple, obscurs.

Pourtant, Eliot Spitzer ne poursuivra sans doute pas AIG au pénal et cherchera plutôt à trouver un accord avec l'assureur, dont l'avenir ne semble donc pas en danger. Mais il faudra du temps pour que l'ensemble des enquêtes de la SEC, des procureurs

généraux et des commissaires aux assurances des différents États arrivent à leur terme, notamment sur la comptabilisation des contrats de réassurance. Arthur Levitt, ancien président de la SEC, sert de conseiller au conseil d'administration depuis juillet 2005, pour aider à mettre en place une meilleure gouvernance d'entreprise au sein du Groupe façonné par Maurice Greenberg. Cela sera-t-il suffisant ?

### Les condamnations sévères des dirigeants

Bernard Ebbers, l'ancien PDG de l'opérateur de télécommunications WorldCom, a été condamné, mercredi 13 juillet 2005, à 25 ans de réclusion criminelle par la justice américaine. Après 6 semaines de procès en mars 2005, il avait été reconnu coupable par un jury populaire des 9 chefs d'accusation pour lesquels il était jugé : fraude, complot et 7 fausses déclarations à la SEC correspondant à des présentations de comptes falsifiés. L'ancien directeur financier de WorldCom, Scott Sullivan, a, pour sa part, été condamné à 5 ans de prison. Dans le même temps, fin juin 2005, le PDG de HealthSouth a, en revanche, été acquitté après avoir rejeté la faute sur ses collaborateurs.

Maurice Greenberg a, pour sa part, dirigé « son » entreprise seul pendant 40 ans, fascinant ses ennemis et son entourage<sup>3</sup>. Ceux-ci continuent de le soutenir, comme l'illustrent les propos, étonnants au regard des preuves qui s'accumulent, de son ami Henry Kissinger : « ... une terrible tragédie humaine (...). Je peux imaginer un

excès de perfectionnisme, (...) je peux l'imaginer atteindre les limites du possible. Mais je ne peux pas imaginer qu'il puisse délibérément les franchir ». Mais l'ancien PDG d'AIG a commis l'erreur de sous-estimer Eliot Spitzer et il devra, sans doute, admettre avoir commis des fraudes, s'il doit un jour y avoir un accord avec le procureur général de New York.

Le lobbying des dirigeants pour limiter le pouvoir des actionnaires, pourtant propriétaires des entreprises, continue d'être très actif. À titre d'exemple, ils se sont longuement opposés, avec succès, à une proposition de la SEC visant à faciliter la nomination de candidats aux conseils d'administration par les actionnaires minoritaires. Les coûts exorbitants de la mise en œuvre de la loi Sarbanes-Oxley ont été couramment mis en cause. Il y a un point sur lequel rien n'a changé ; les PDG restent soumis aux pressions court-termistes des marchés sur les résultats. En bref, l'ère du PDG-monarque absolu est, sans doute, révolue, mais les problèmes de gouvernement d'entreprise sont loin d'être résolus.

### LES AUDITEURS BOUSCULÉS

PricewaterhouseCoopers (PwC), l'auditeur d'AIG, est mis en cause dans le cadre des enquêtes sur l'assureur. Il y a 3 ans, les faillites d'Enron et de WorldCom avaient entraîné celle de leur auditeur, Arthur Andersen, reconnu coupable d'entrave à la justice, mais, surprise, celui-ci a été blanchi en juin 2005 par la Cour

suprême. Dans ce contexte incertain, la supervision des quatre grands cabinets d'audit subsistants soulève de nombreuses interrogations.

### **PwC mis en cause dans l'affaire AIG**

PwC audite AIG depuis plus de 20 ans. La rémunération de PwC au titre de la certification des comptes d'AIG se monte à 136,6 millions de dollars pour la période 2000-2003. L'indépendance de commissaires aux comptes présents tous les jours au siège d'une entreprise pendant plus de 20 ans est brutalement apparue questionnable. L'enquête sera longue pour déterminer ce que savait PwC des contrats de réassurance faisant l'objet d'investigations.

PwC a signé les comptes d'AIG en juin 2005 avec une opinion sans réserve<sup>4</sup> (*unqualified audit opinion*). Mais l'auditeur a émis une opinion défavorable<sup>5</sup> (*adverse opinion*) sur les contrôles internes d'AIG concernant la communication de l'information financière (*internal control over financial reporting*) au 31 décembre 2004. Qu'en conclure ?

La réunion annuelle du conseil d'administration d'AIG a eu lieu le 11 août 2005. Les services de conseil aux investisseurs institutionnels étaient partagés sur le sujet<sup>6</sup>, mais les bons résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2005 annoncés deux jours avant le conseil d'administration et l'ensemble des mesures prises durant les six derniers mois ont convaincu une majorité des actionnaires. Ceux-ci ont, en effet, confirmé les quinze membres du conseil d'admini-

nistration et maintenu PwC en tant qu'auditeur des comptes du Groupe.

Maurice Greenberg, absent lors de l'assemblée générale, a critiqué les décisions du conseil d'administration et de la Direction du Groupe. On sait aussi que l'American Federation of State, County and Municipal Employees Pension Plan (AFSCME) a voté contre certains membres du conseil d'administration et que le puissant fonds de pension des enseignants californiens, CalSTRS (California State Teachers Retirement System), a voté contre le maintien de PwC et contre 14 des 15 membres du conseil d'administration. L'assureur et son auditeur, PwC, ont donc encore du travail pour retrouver la pleine confiance des actionnaires.

### **Le blanchiment d'Arthur Andersen par la Cour suprême**

Il y a 3 ans, Arthur Andersen LLP était condamné pour entrave à la justice américaine du fait de la destruction de documents dans le cadre de l'affaire Enron. Mais la Cour suprême a, le 1<sup>er</sup> juin 2005, blanchi la société. La plus haute instance juridique américaine a ainsi invalidé le jugement de juin 2002, estimant que le jury populaire avait reçu des instructions trop vagues. Arthur Andersen ne s'était, comme on s'en souvient, jamais relevé de cette sanction : l'erreur judiciaire coûte cher ! Sur les 28 000 salariés que comptait le cabinet, il en subsiste 200, occupés par le règlement des litiges au civil intentés dans le sillage des affaires Enron et WorldCom. Les différentes

entités d'Arthur Andersen ont, pour la plupart, été achetées par leurs concurrents.

La décision de la Cour suprême ne devrait pas être sans conséquences du fait de l'insécurité judiciaire qu'elle introduit. La justice américaine prendra-t-elle de nouveau le risque de condamner un cabinet d'audit ? PwC sera-t-il mis en cause comme on vient de le voir dans l'affaire AIG ? KPMG, de son côté, pourrait être poursuivi par le ministère de la Justice pour la vente de produits fiscaux potentiellement abusifs ou illégaux. Le cas échéant, KPMG et PwC ne pourraient plus auditer les comptes d'une autre société. En tout cas, Arthur Andersen a montré qu'une entreprise ne se remet pas, de nos jours, d'une condamnation, blanchiment ou non par la Cour suprême.

La SEC réfléchit, semble-t-il, aux mesures qu'elle pourrait prendre si l'un des *Big Four*<sup>7</sup> devait faire faillite ou être condamné. En effet, les *Big Four* certifient les comptes de 80 % des entreprises américaines<sup>8</sup> et la disparition de l'une d'elles perturberait fortement les activités d'audit et de conseil. Les règles strictes mises en place après la condamnation d'Arthur Andersen sur l'indépendance des commissaires aux comptes (une entreprise qui certifie les comptes ne peut avoir une activité de conseil auprès de la même entreprise) pourraient alors être amenées de façon temporaire. L'audit reste moins rentable que le conseil selon la vice-présidente du conseil d'administration d'Ernst & Young : « Les audits sont parfaitement rentables, (...). Aussi rentable que les autres travaux ? Probablement pas ». Mais, signe de la bonne

volonté des grands cabinets d'audit, ceux-ci ont approuvé l'adoption, par le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)<sup>9</sup>, d'une règle leur interdisant de vendre des services fiscaux à leurs clients d'audit.

## L'OFFENSIVE D'ELIOT SPITZER FACE À DES RÉGULATEURS AFFAIBLIS

Le procureur général de New York, Eliot Spitzer, concurrence, avec un certain succès, les régulateurs financiers avec une méthode désormais éprouvée. Il y a, dans ces affaires, une part importante de stratégie personnelle. Mais la compétition entre des régulateurs, qui apparaissent aujourd'hui affaiblis, et le pouvoir judiciaire des États est aussi le signe d'un conflit endémique entre les États et les autorités fédérales.

### La méthode d'Eliot Spitzer : la peur du juge

Après les banques d'investissement, les OPCVM (organismes collectifs de placement en valeurs mobilières), les compagnies d'assurances, ont fait l'objet de poursuites de la part d'Eliot Spitzer. Son *modus operandi* est toujours le même :

- soupçon d'action fautive, en général sur la distribution des produits ;
- accumulation de preuves, courriels souvent ;
- attaque cinglante et médiatisée ;
- négociations ;

- accord financier avec les entreprises soupçonnées ;
- changements dans le dispositif de régulation de l'industrie en question.

L'industrie pharmaceutique et celle des disques pourraient être ses prochaines victimes, après l'échec relatif qu'il a rencontré avec l'activité de prêt des banques.

Comme on le sait, ces enquêtes ne se font pas dans un climat de totale indépendance politique. Eliot Spitzer, démocrate affiché, sera candidat au poste de gouverneur de l'État de New York en 2006. Ses ambitions politiques sont l'une des justifications à sa croisade pour « protéger le consommateur », qui est aussi un électeur. Cela rappelle, 30 ans plus tard, les combats de Ralph Nader. Pour autant, il a sans doute, contrairement à Maurice Greenberg, fait perdre de l'argent aux actionnaires d'AIG avec la médiatisation de son enquête (l'action d'AIG était toujours en repli de 17 % en août 2005, suite à son enquête), lui qui se veut leur protecteur.

### Les régulateurs renvoyés à leurs propres faiblesses

La SEC, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC)<sup>10</sup> et le département d'assurances de l'État de New York ont montré leur agacement face aux méthodes d'Eliot Spitzer. Ainsi, celui-ci mène depuis quelques mois une enquête pour savoir si de grandes banques ne chargent pas les emprunteurs de minorités raciales avec des taux d'intérêt excessifs. Certaines de ces banques et leur principal régulateur, l'OCC, ont porté plainte contre Eliot Spitzer en

juin 2005. Celui-ci s'est offusqué. Le juge lui a permis de continuer son enquête, mais en menaçant de lui retirer cette autorisation s'il émettait de nouvelles demandes d'informations<sup>11</sup>.

Les relations se sont aussi tendues entre le procureur général et le commissaire aux assurances de l'État de New York. Celui-ci considère que les enquêtes sur les courtiers et la réassurance *finite* auraient pu être menées de manière plus « chirurgicale », avec moins de fracas et sans autant de pertes d'emploi<sup>12</sup>. Globalement, les méthodes d'Eliot Spitzer agacent les régulateurs parce que ses enquêtes perturbent et compliquent leur travail. De plus, les conséquences de leur médiatisation sont irréversibles.

Plus grave sans doute, les régulateurs ne sont pas eux-mêmes exempts de reproches. Les enquêtes d'Eliot Spitzer ont mis à jour des pratiques frauduleuses et les limites de la régulation, en assurance par exemple, par les États face à des groupes aussi importants qu'AIG. Un rapport interne de l'OCC soulignait, mi-juillet 2005, les faiblesses de cette agence concernant la lutte contre le blanchiment d'argent, dues en partie au manque de formation des personnels. Le Government Accountability Office (GAO)<sup>13</sup>, enfin, a mis en évidence récemment les faiblesses de la SEC sur la sécurité des informations stockées, le *reporting* financier de l'agence, et l'enregistrement et la tenue des informations concernant les amendes et les *disgorgements*<sup>14</sup>. La SEC est aussi confrontée à des difficultés d'organisation interne et à une baisse de moral de ses équipes. Le départ récent de William Donaldson n'est peut-être pas bon signe à cet égard.

De nombreux procureurs généraux ont lancé des enquêtes à la suite de celui de New York. Les attaques nouvelles sur les agences fédérales, la SEC et l'OCC, relancent l'éternel débat entre les autorités fédérales et les États. L'efficacité et les moyens des agences de régulation sont aujourd'hui mis en cause. Et c'est là un élément nouveau, parce que c'était surtout les auditeurs qui, ces dernières années, avaient été tenus responsables lors des scandales financiers.

### LA DÉSEPARGNE : SIGNE D'UNE DÉFIANCE PERSISTANTE ?

Quatre ans après la révélation du scandale Enron, les actions en justice des investisseurs et des salariés commencent à porter leurs fruits. Pour autant, certaines pratiques préoccupantes, comme l'investissement massif de l'épargne entreprise dans les titres des employeurs, persistent. Plus généralement, on peut se demander si la permanence de pratiques financières discutables n'a pas renforcé le manque d'appétit spontané des ménages américains pour l'épargne : on sait que le taux d'épargne des ménages américains est, depuis plusieurs mois, négatif ; cela doit bien avoir une explication !

#### Les résultats tangibles des poursuites judiciaires

Dans le cadre du dossier WorldCom, l'ensemble des actions en recours collectif (*class actions*)<sup>15</sup> avaient conduit

au versement de 6,1 milliards de dollars aux actionnaires et créanciers spoliés. Ce record a été battu début août 2005, avec l'annonce par la Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) du versement de 2,4 milliards de dollars, pour éviter un procès au civil, à des investisseurs en règlement de l'action en recours collectif intenté contre la banque dans le cadre de la faillite d'Enron. Il s'agit, à ce jour, du plus important paiement effectué par une institution financière dans la foulée de l'effondrement du courtier américain en énergie. En cas de procès, CIBC aurait été contrainte de prouver que les structures financières hors-bilan qu'elle avait montées avec Enron ne l'avaient en rien alerté des manipulations du courtier pour cacher la réalité de son endettement et manipuler ses profits. Pratique courante, CIBC ne reconnaît pas, mais ne nie pas non plus, les termes de l'accusation.

Le montant des règlements des actions en recours collectif suite à la faillite d'Enron s'élève désormais à 7,1 milliards de dollars. Le cabinet d'avocat William S. Lerach, qui représente l'université de Californie, l'un des principaux actionnaires spoliés, se situe au premier rang des parties qui percevront une part des sommes versées. La somme que les cabinets d'avocats devront se partager atteint déjà, pour sa part, 680 millions de dollars. Rappelons que les dommages causés aux investisseurs par Enron sont estimés par ce cabinet à 46 milliards de dollars.

Les employés d'Enron, détenant des actions de la société dans leur fonds de pension, ont aussi, de leur côté, engagé des poursuites contre Enron et



## Tableau

### Total des recouvrements suite aux actions en recours collectif dans le cadre du dossier Enron

Défendeur	Date	Règlement en milliards de dollars
Canadian Imperial Bank of Commerce	Août 2005	2,4
JP Morgan Chase	Juin 2005	2,2
Citigroup	Juin 2005	2
Administrateurs externes	Janvier 2005	0,17
Lehman Brothers	Octobre 2004	0,22
Bank of America	Juin 2004	0,07
Anderson Worldwide SC	2002	0,03
Recouvrement suite à la faillite de LIM2	2004-2005	0,03
Total au 2 août 2005		7,12

Source : University of California, *lead plaintiff*.

Remarque : toutes les actions en recours collectif ne sont pas résolues ; Merrill Lynch et Credit Suisse First Boston sont notamment parmi les défendeurs restants (de même que Barclays PLC, Toronto Dominion Bank, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland et Deutsche Bank AG).

les différentes banques. Un accord portant sur 356 millions de dollars a été conclu mi-juillet 2005 entre Enron et 20 000 employés, anciens et actuels. Cet accord met aussi fin à une plainte du ministère du Travail. 305 millions de dollars serviront pour les plans 401 (k)<sup>16</sup> et pour l'*employee stock ownership plan*<sup>17</sup> de la société, et 51 millions de dollars pour le *cash-balance plan*<sup>18</sup> d'Enron. Mais les employés pourraient ne toucher qu'une partie de cette somme, le montant final dépendant du résultat de la liquidation des actifs d'Enron. Les directeurs et les membres du conseil d'administration du Groupe, qui ont été poursuivis pour mauvaise gestion des plans de retraite, ont, pour leur part, déjà versé 86,9 millions de dollars.

Les actions en recours collectif des

salariés et surtout des investisseurs donnent donc des résultats tangibles. Les montants recouvrés représentent une part non négligeable des pertes subies. Mais les règlements et les enquêtes durent, et une partie de l'épargne-retraite des salariés est définitivement perdue.

### La fragilité de la confiance de l'investisseur

Les petits actionnaires et les fonds de pension sont inquiets face aux scandales financiers et aux conséquences que ceux-ci ont sur le cours des actions et la solidité financière des sociétés. D'ailleurs, les fonds de pension exercent une pression croissante sur les conseils d'administration, quand ils

ne sont pas satisfaits de la gestion des sociétés dont ils sont actionnaires. Ces sujets n'ont jamais été aussi sensibles qu'en 2005, pendant une année où le président Bush a continué, avec un succès limité, à promouvoir l'un de ses thèmes de campagne présidentielle, l'*ownership society*. Le projet de réforme des retraites visant à promouvoir la création de comptes individuels par capitalisation s'est heurté à une résistance manifeste avant d'être, *de facto*, enterré : est-ce une autre réaction de prudence citoyenne face à la sphère financière ?

Les régulateurs et l'Administration peuvent-ils, dans ce contexte, vraiment prendre le risque de porter plainte contre une entreprise de la taille

d'AIG ? La devise *Too big to fail* semble s'appliquer à l'assureur comme, éventuellement, aux grandes banques ou aux GSE (*Government Sponsored Enterprise*), Fannie Mae et Freddie Mac. Les régulateurs et le gouvernement réfléchiront sans doute à deux fois avant de poursuivre ou de démanteler des conglomérats financiers de cette taille. Les conséquences pour les salariés et les actionnaires seraient dramatiques. D'ailleurs, Eliot Spitzer a, comme on l'a déjà noté, écarté toute poursuite pénale contre AIG, la seule véritable menace pour le Groupe.

Avant de conclure, il faut relever la permanence d'un phénomène bien caractéristique de l'Amérique, l'épargne salariale reste investie massivement

## Encadré 2

### La règle 10b5-1 et l'encadrement des opérations d'initiés

Cause majeure de scandales financiers par le passé, la manipulation des cours aux bénéfices des dirigeants reste une préoccupation, malgré un encadrement plus strict par la SEC depuis 2000. La règle 10b5-1 (entrée en vigueur en octobre 2000) de la loi américaine *Securities Exchange Act* permet aux initiés d'adopter, avant d'avoir connaissance d'informations privilégiées, des plans écrits de négociation de titres selon des quantités et un calendrier prédéterminés. Le but de cette règle est de clarifier le cadre légal dans lequel un initié peut passer des ordres.

En pratique, les transactions effectuées sous la règle 10b5-1 s'avèrent toujours plus rentables que celles des non initiés<sup>19</sup>. En effet, les initiés peuvent, par exemple, décider au dernier moment de ne pas effectuer une transaction. Ils peuvent aussi modifier les dates d'annonce d'informations en fonction de leur calendrier de transactions, ce qui peut constituer une violation de leurs obligations fiduciaires. De plus, la règle 10b5-1 leur procure un refuge légal (*safe harbor*) : en cas de poursuites, il est plus difficile de prouver qu'ils possédaient des informations privilégiées plusieurs mois avant une transaction.

dans les titres des employeurs, et ce, en dépit du bon sens (la diversification). Après le drame que la faillite d'Enron avait représenté pour ses salariés qui avaient perdu quasiment toute leur épargne, on sait que cela peut se reproduire comme l'illustre le cas de Marsh McLennan : plus de 50 % de l'épargne salariale des employés du Groupe était investie en titres MMC au moment où l'action du Groupe a perdu 35 % après la plainte d'Eliot Spitzer (octobre 2004).

De la mise à jour de l'affaire Enron à la démission de Maurice Greenberg, PDG d'AIG et figure charismatique de la réussite du capitalisme à l'américaine, presque 4 ans se sont écoulés. La loi Sarbanes-Oxley a été mise en

place entre-temps, trop rapidement, et à un coût trop élevé selon certains, y compris l'un de ses auteurs, le représentant Oxley. Les scandales financiers alimentent régulièrement la presse financière avec des conséquences diverses selon les entreprises. Les commissaires aux comptes multiplient les contrôles, au-delà du rationnel, de peur d'être poursuivis par les superviseurs. Les juges, en particulier Eliot Spitzer, le procureur général de New York, concurrencent les régulateurs. Et pourtant, les marchés financiers et le cours des actions n'ont jamais été aussi importants pour les particuliers, actionnaires ou salariés. Dans ce contexte, le système de régulation financière très contraignant des États-Unis ne semble pas encore avoir trouvé ni son expression optimale, ni son point d'équilibre.

## NOTES

1. Voir : Céline Alix et Jacques Mistral, *Le législateur, le régulateur et le juge : remarques sur la dynamique de la réforme financière aux États-Unis*, in Rapport moral sur l'argent dans le monde 2005.
2. La SEC administre les lois fédérales sur les valeurs mobilières, assure la protection des investisseurs, promeut la divulgation des informations financières des entreprises dont les titres sont publiquement échangés et veille au bon fonctionnement et à l'intégrité des marchés financiers.
3. *Hank's Big Fall*, in Fortune du 8 août 2005.
4. Opinion du vérificateur énonçant, sans aucune restriction, que les états financiers ou les autres informations donnent une image fidèle de la situation financière et des résultats selon les principes comptables généralement reconnus ou d'autres règles comptables appropriées communiquées au lecteur.
5. Opinion selon laquelle le vérificateur (auditeur, réviseur) affirme que les contrôles internes sur la communication de l'information financière ne donnent pas une image fidèle de la situation financière et des résultats de l'entité selon les principes comptables généralement reconnus ou d'autres règles comptables appropriées communiquées au lecteur.
6. *Advisory Firms Offer Mixed View of AIG's Board*, in Wall Street Journal, 26 juillet 2005.
7. PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young et Deloitte & Touche.
8. Générant 99 % des revenus des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.
9. Le PCAOB est un organisme de supervision de la profession comptable créé par la loi Sarbanes-Oxley.
10. L'OCC est un régulateur bancaire relié au *Treasury*, contrôlant les banques à charte nationale.

11. *Subponeas demanding informations.*
12. Référence aux 5 000 emplois supprimés par MMC, suite à l'enquête et à la chute brutale du cours de son action.
13. <http://www.gao.gov/new.items/d05691r.pdf>.
14. Action de renoncer à quelque chose (des profits illégaux, par exemple) sur demande ou par obligation légale.
15. Les actions en recours collectif (*class actions*) permettent de juger ensemble des plaintes analogues, en analysant les dommages subis par un seul plaignant (*lead plaintiff*) et en alignant ensuite la réparation des autres plaignants sur celle qu'il aura obtenue.
16. Plan d'épargne-retraite auquel l'employeur peut ou non participer.
17. Plan d'actionnariat collectif alimenté par les contributions de l'employeur et permettant aux salariés de percevoir, sous forme d'actions bloquées, un complément de revenu sur lequel ils bénéficient d'un différé d'imposition, en principe jusqu'au moment de leur départ en retraite.
18. Régime entièrement provisionné par la compagnie qui permet également d'économiser en vue de la retraite.
19. Jagolinzer Alan D., *An Analysis of Insiders' Information-based Trade within the SEC Rule 10b5-1 Safe Harbor*, 6 janvier 2005 (<http://ssrn.com/abstract=541502>).