

Commentaire

« Il n'y a pas de bonheur sans liberté, ni de liberté sans vaillance », Thucydide.

*TIRÉ-À-PART
NUMÉRO 99 / AUTOMNE 2002*

NICOLAS VÉRON

Après Enron et WorldCom :
information financière et capitalisme

116 rue du Bac - 75007 Paris
Tél. 01 45 49 37 82 - Fax 01 45 44 32 18
infos@commentaire.fr - www.commentaire.fr

Après Enron et WorldCom : information financière et capitalisme

NICOLAS VERON

Depuis le début de l'année 2002, le capitalisme mondial offre l'image d'un soudain dérèglement : aux Etats-Unis, les révélations se succèdent sur des sociétés parmi les plus renommées au monde¹. La confiance, après avoir atteint des sommets il y a deux ans et demi, fuit les marchés financiers, dont la chute semble ne pas devoir connaître de fin. Les titres de la presse économique témoignent du trouble : « *Badly in Need of Repair* » (The Economist, 4 mai) ; « *How corrupt is Wall Street ?* » (Business Week, 13 mai) ; « *the Wickedness of Wall Street* » (The Economist, 8 juin) ; « *Crisis in Capitalism* » (Financial Times, juillet) ; « *A Tsunami of Scandal* » (Washington Post, 7 juillet) ; « *American Capitalism takes a beating* » (The Economist, 12 juillet). Il ne s'agit plus de quelques scandales isolés (« *some bad apples* », quelques pommes pourries dans un ensemble sain, avait dit George Bush encore en juin), mais d'une crise de grande ampleur. Les règles du jeu capitaliste qui gouvernent notre économie sont mises en cause.

A l'origine, il y a la spirale spéculative des marchés d'actions à la fin des années quatre-vingt-dix, et son reflux à partir du printemps 2000. A mesure que la marée boursière décroît, le public découvre un paysage inattendu et encombré de carcasses peu reluisantes. La crise actuelle ne peut être comprise que rapportée à la folie boursière qui l'a précédée, et aux opportunités d'enrichissement massif qu'elle a créées, sous des formes diverses, pour tous les intervenants dans la sphère des marchés.

Pourtant, les affaires récemment révélées sont différentes des scandales boursiers de la fin des années quatre-vingt, parce qu'elles remettent en question le rôle même de l'information financière au cœur du système financier. La « bulle »

précédente avait produit des délits d'initiés, des stratégies d'expansion trop agressives, et des schémas de financement instables construits autour de « *junk bonds* » (faillite de Drexel Burnham Lambert en 1990). Cette fois, la grande majorité des affaires porte sur des manipulations comptables massives, par lesquelles les entreprises ont donné aux marchés une image fautive de leur situation. Autant ou plus que les choix de gestion, c'est la production et l'utilisation de l'information financière qui est en cause.

La comptabilité, langage commun du système financier, offre depuis cinq siècles le meilleur moyen connu de mettre en communication les entreprises avec les apporteurs de capitaux qui ont besoin d'informations fiables et comparables d'une entreprise à l'autre afin d'effectuer leurs choix d'allocation de ressources. Le public avait fini par oublier cette infrastructure essentielle de la vie économique, confiée à des spécialistes réputés pour leur conservatisme. L'information financière est le fluide vital du capitalisme. Aujourd'hui, sa fiabilité est atteinte, et tous les rouages se grippent.

Pourquoi maintenant ? Les manipulations comptables ne sont pas une invention nouvelle ; bien souvent au cours du siècle passé, des entreprises ont cherché à afficher des revenus qu'elles n'avaient pas, ou à camoufler des charges d'exploitation en investissements. Mais depuis dix ans, les mutations du jeu économique se sont succédées à un rythme inédit. Les nouvelles technologies se sont développées à grande vitesse : en 1992, qui parmi nous avait déjà utilisé un téléphone portable, ou avait entendu parler du *trading* d'électricité, d'Internet, ou du World Wide Web² ? Plus essentiel encore, et plus déstabilisant, a été le rôle joué par les marchés financiers. Ceux-ci ont continué d'accroître leur emprise de plus en plus exclusive sur la vie des entreprises, à mesure que le nombre des sociétés cotées allait croissant et que les actionnaires individuels étaient de plus en

¹ En juillet 2002, la liste des indécrottes comptables présumées inclut de très grandes entreprises comme Enron, Computer Associates, Global Crossing, PeopleSoft, Qwest, Waste Management, MCI WorldCom, Xerox, Merck. Cette liste s'allonge un peu chaque semaine.

² Inventé par Tim Berners-Lee au CERN en 1990.

plus nombreux à découvrir les charmes des marchés d'actions³.

La chaîne de la production, du contrôle et de la diffusion de l'information financière n'a pas suivi le rythme de ces mutations rapides. Cette information est préparée par les directions d'entreprises, vérifiée par les professionnels de la comptabilité, et utilisée par les investisseurs pour orienter rationnellement leurs choix : tous ces acteurs voient aujourd'hui leurs responsabilités et leurs modes de fonctionnement remis en cause. Le cadre juridique dans lequel ils évoluent, notamment en termes de régulation publique, ne sortira pas de la crise actuelle sans de profonds changements. Et ces changements toucheront l'Europe autant que les Etats-Unis, malgré l'atonie actuelle du débat relatif à ces questions sur notre continent.

Sous la pression de l'information financière

Placées en amont de la chaîne de l'information financière, les entreprises sont confrontées depuis quelques années à des défis inédits pour elles, portant sur la nature même de l'information, sur les marges d'interprétation permises pour produire celle-ci, et sur l'articulation des responsabilités vis-à-vis des marchés et du public.

La dépendance croissante des entreprises vis-à-vis des marchés de capitaux a donné à l'information financière une importance accrue. Les exigences des investisseurs et des créanciers, et en leur nom des autorités de régulation comme la SEC aux Etats-Unis ou la COB en France, se renforcent en permanence : jamais la transparence des données financières n'a été aussi loin, pour les sociétés cotées bien sûr mais aussi pour les non cotées, au moins dans certains pays dont la France. Les annexes aux comptes publiés doivent non seulement contenir de plus en plus d'informations, mais encore sont soumises de plus en plus à une exigence de lisibilité « *in plain English* » – même si, sur ce dernier point, il y a encore beaucoup à faire. En France, les dirigeants doivent désormais publier leurs revenus, et la loi « NRE » de 2001 a introduit des obligations précises de publication des liens juridiques et financiers entre sociétés ayant des actionnaires communs. Bientôt sans doute, les sociétés devront également publier des batteries d'indicateurs relatifs aux préoccupations sociales et environnementales qui sont de plus en plus prises en compte par les marchés financiers. Qui plus est, les entreprises doivent rendre publique vis-à-vis de l'ensemble du marché toute information qu'elles communiquent à des analystes financiers, en vertu de la règle dite « *Fair Disclosure* » imposée par la SEC en octobre 2000. Ceci a d'autant plus

d'importance que, grâce à l'Internet, toute information publiée est aujourd'hui disponible facilement et gratuitement pour tous, ce qui n'était pas le cas du temps des publications dans des journaux d'annonces légales. Désormais, chacun peut juger des forces et des faiblesses des entreprises sans avoir aucune relation directe avec elles – à condition, bien sûr, que les informations fournies ne soient pas déformées par des manipulations comptables illégitimes. D'où l'enjeu plus important que jamais d'une information comptable et financière fiable.

A cette montée en puissance de l'information financière publique répond une autre mutation en profondeur, qui touche les systèmes d'information internes aux sociétés. La généralisation de systèmes de gestion intégrée, accompagnée par les progrès des technologies de l'information, est une de ces évolutions qui changent profondément la gestion des entreprises. Lorsque la compagnie de Saint-Gobain, au début des années 80, mettait en place un « système d'information financière » permettant une consolidation mensuelle de ses résultats, elle faisait figure de pionnier en Europe. Aujourd'hui, il n'est pas un groupe, même de taille moyenne, qui ne dispose d'outils analogues. Du coup, les systèmes traditionnels de contrôle de gestion, autonomes par rapport à la comptabilité, tendent à s'effacer vis-à-vis d'informations directement reliées à la production des données comptables, comme c'est le cas lorsque sont mis en place des progiciels de type *Enterprise Resource Software* comme SAP. Mais ce n'est encore qu'un début. L'automatisation de la diffusion d'informations financières sera probablement une des grandes ruptures des dix prochaines années : déjà, un consortium international a développé depuis 2000 le standard technique XBRL (eXtensive Business Reporting Language), que des sociétés telles que Microsoft, Reuters, Morgan Stanley Dean Witter, DaimlerChrysler ou le Nasdaq promeuvent activement. Ce standard de mise en forme des données financières facilitera une diffusion en continu de leurs informations financières par les sociétés, sur une base non pas semestrielle ou trimestrielle mais quotidienne, puisque leurs systèmes d'information internes permettent désormais une telle approche en temps réel ; il permettra aussi d'automatiser toutes sortes de retraitements comptables. Cette perspective, si elle se concrétise, ne peut pas être sans conséquences sur la gestion des entreprises concernées⁴.

Tout cela représente un vaste défi en matière d'adaptation des compétences dans les entreprises – l'insuffisance des compétences dans les métiers de l'information financière est un des aspects trop peu évoqués des malversations comptables récentes. Si le directeur financier a pu commettre des

³ A titre d'exemple, le nombre d'ordres passés sur le New York Stock Exchange a plus que décuplé en dix ans.

⁴ Le site www.xbrl.org fournit de nombreux détails sur cette initiative.

indélicatesses dans certaines sociétés, c'est parfois qu'il était le seul à comprendre ce qu'il faisait. Les comptables doivent désormais avoir une profonde compréhension des aspects économiques de l'activité de l'entreprise ; et inversement, on ne peut plus désormais concevoir de contrôle de gestion performant sans un solide bagage de connaissances comptables. Il n'est pas étonnant que, en ces temps de conjoncture incertaine, un des seuls segments toujours actifs du marché du travail soit celui des métiers de l'information financière, comme on peut s'en convaincre en parcourant les offres d'emploi proposées dans n'importe quel quotidien économique. De ce point de vue, le défi est encore plus exigeant pour les sociétés européennes, pour lesquelles les préoccupations liées à la communication financière sont souvent plus récentes que pour leurs homologues d'outre-Atlantique.

Des marges d'interprétation inédites

En même temps que l'exigence de transparence devient plus forte, la comptabilité n'est plus une science exacte. Ce paradoxe est au cœur des soubresauts récents. Les nouvelles conditions de la gestion financière des entreprises, les mutations technologiques, et les changements que connaît la normalisation comptable, sont autant de facteurs créant pour les directions des marges d'appréciation nouvelles dans la production de leur information financière, que certaines ont utilisées à mauvais escient.

La vie financière des entreprises a beaucoup changé en vingt ans. Avant tout, la plupart des grands groupes ont connu de multiples changements de périmètre, à mesure qu'ils rachetaient, fusionnaient ou cédaient des parties importantes de leur activité. Or chaque changement de périmètre brouille la comparaison des comptes d'une année sur l'autre, et donne lieu à une gestion comptable complexe de l'évolution de la valeur des sociétés nouvellement acquises⁵. Par ailleurs, les entreprises ont de plus en plus recours directement aux marchés financiers pour la gestion de leur endettement, de leur trésorerie, ou de leurs risques de change, avec des instruments dérivés de plus en plus raffinés dont l'évaluation comptable suppose des hypothèses sur l'avenir, avec un fort risque d'erreur. Elles utilisent aussi de plus en plus des techniques qui ont pour effet de faire sortir certains actifs de leur bilan, comme le crédit-bail ou des montages plus audacieux comme ceux par lesquelles Enron avait cédé des actifs considérables

à des entités situées hors de son périmètre de consolidation, mais dont elle conservait néanmoins le contrôle effectif. De même, dans certains cas, une filiale détenue partiellement (par exemple SFR pour Vivendi ou Gucci pour PPR) peut être consolidée, au choix et dans le respect des règles comptables, proportionnellement ou à 100%⁶. Dans chacun de ces cas, les choix de méthode effectués par l'entreprise peuvent avoir un impact majeur sur les comptes.

L'émergence de nouvelles technologies joue aussi dans le sens du brouillage des règles comptables. Ces nouvelles technologies se traduisent souvent par la création d'actifs immatériels importants, mais très difficiles à évaluer rigoureusement. Lorsqu'une équipe d'informaticiens travaille sur des développements logiciels, comment tracer la frontière entre ce qui relève d'une démarche d'investissement et ce qui constitue seulement des charges d'exploitation ? Dans le premier cas, les dépenses sont inscrites en « production immobilisée » à l'actif du bilan, sans impact sur le compte d'exploitation ; dans le second, elles diminuent d'autant le résultat. C'est en déplaçant abusivement la frontière entre charges et investissements que WorldCom a dopé ses résultats de près de 4 milliards de dollars en 2001. Par ailleurs des activités entièrement nouvelles, comme le *trading* d'électricité ou la publicité sur Internet, ont soulevé des questions redoutables de définition de ce qui constitue le chiffre d'affaires, qui sont restées ouvertes pendant plusieurs années : dans l'intervalle, certaines sociétés en ont profité pour surestimer, parfois massivement, le montant de leurs revenus. Au total, les nouvelles activités fondées avant tout sur de la richesse immatérielle requièrent de la part des comptables des facultés de jugement bien plus fines que les activités de production traditionnelles.

Enfin, les normes comptables, qui servent à assurer que toutes les sociétés publient leurs comptes selon des règles identiques, deviennent logiquement de plus en plus complexes à mesure que leurs auteurs s'efforcent de les adapter à ces facteurs nouveaux. Leur formulation elle-même peut être source d'incertitudes, ou d'importantes marges d'interprétation. Aujourd'hui, deux systèmes de normes comptables dominent le monde industrialisé : les normes américaines dites US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*), et les normes « internationales » IAS (*International Accounting Standards*), adoptées depuis peu par l'Union Européenne et qui servent de modèle pour de nombreux autres pays. Les deux

⁵ L'écart souvent considérable entre le prix d'acquisition et la valeur comptable historique, ou *goodwill*, doit être amorti dans le temps mais le rythme et le mode de calcul de cet amortissement n'ont rien d'évident : on ne peut amortir une société comme une machine de production. Les règles comptables ont changé à plusieurs reprises sur ce point.

⁶ A titre d'exemple, dans les comptes 2001 de Vivendi Universal, l'EBITDA (capacité d'autofinancement) s'élevait à 3,5 ou 5 milliards d'euros selon que l'activité télécoms de Cegetel et SFR était consolidée proportionnellement ou à 100%, soit un écart de 43%. Sans surprise, le groupe avait choisi la seconde méthode pour sa communication financière.

systèmes présentent certaines différences, mais les autorités de normalisation qui les formulent – le FASB ou *Financial Accounting Standards Board* aux Etats-Unis, et l'IASB ou *International Accounting Standards Boards* basé à Londres pour les normes internationales – se heurtent néanmoins à des difficultés comparables pour faire face aux mutations de l'ingénierie financière et des nouvelles technologies.

La question de la comptabilisation des stock-options, très médiatisée récemment, fournit un bon exemple de ces difficultés. Les stock-options sont un outil de rémunération pour les cadres supérieurs, qui s'est beaucoup développé pendant la décennie quatre-vingt-dix. Elles consistent en un droit (une option) donné au détenteur d'acheter des actions de la société, pendant une période donnée, à un prix donné qui est généralement proche du cours de l'action au moment de l'attribution ; si ce cours a augmenté entre l'attribution et l'« exercice » de l'option, la différence entre le cours au moment de l'exercice et le prix d'attribution constitue une plus-value qui peut atteindre des montants importants. Cet instrument permet donc de motiver les cadres à faire tout leur possible pour que le cours de l'action augmente. Il ne fait pas de doute que les stock-options ont été utilisées comme complément de rémunération, mais le coût de cette rémunération pour l'entreprise est beaucoup plus difficile à évaluer que dans le cas d'un salaire. En effet, ce n'est pas l'entreprise directement qui paie le salarié, mais les autres actionnaires qui lui consentent des conditions préférentielles sous forme de prix d'achat inférieur au cours de bourse au moment de l'exercice. En outre, comme nul ne sait prévoir l'avenir, la valeur de cet avantage ne peut être calculée au moment de l'attribution que par rapport à une estimation forcément hasardeuse des perspectives d'augmentation du cours de bourse. Dans ce contexte, édicter une norme comptable pour définir le coût des stock-options se révèle d'une grande difficulté. Le FASB américain, soumis à des pressions intenses de la part des entreprises, a décidé en 1994 de n'en rien faire, ce qui conduit à estimer par défaut ce coût à zéro et constitue évidemment la pire des solutions : l'attribution d'énormes quantités de stock-options à coût comptable nul a sans doute joué un rôle dans les excès boursiers des dernières années⁷. L'IASB, de son côté, n'a pas encore pris de décision et prévoit l'adoption d'une norme pour la fin de l'année 2002. On peut prévoir que celle-ci, quelle qu'elle soit, sera l'objet de multiples controverses,

⁷ Pour être exact, les normes américaines donnent aux sociétés la possibilité de comptabiliser le coût des stock-options, mais à titre facultatif. Jusqu'à récemment, parmi les cinq cents premières sociétés cotées américaines, seules Boeing et une autre société peu connue (Winn-Dixie Stores) avaient utilisé cette possibilité. Depuis juillet 2002 toutefois, plusieurs grandes sociétés ont décidé de faire de même, parmi lesquelles Coca-Cola, General Electric et General Motors.

et laissera en tout état de cause aux entreprises des marges d'interprétation pour la détermination de la charge comptabilisée.

Au-delà des stock options, la question de l'évaluation des instruments financiers et notamment des produits dérivés est une des plus épineuses auxquelles se heurte en ce moment la normalisation comptable, des deux côtés de l'Atlantique. Les professionnels de la comptabilité tendent à privilégier le principe de comptabilisation à la « *fair value* », c'est-à-dire en attribuant à chaque instrument la valeur qu'il aurait s'il était échangé sur un marché (« *mark to market* »). Le problème est que beaucoup de ces instruments, à l'image des stock-options, ne sont échangés sur aucun marché, et leur évaluation « dans l'abstrait » en est rendue très périlleuse. Ici aussi, la bonne position de compromis entre la nécessité de donner une « image fidèle » de la situation de l'entreprise, et la difficulté à construire cette image sur la base d'hypothèses non vérifiables, est difficile à établir et divise profondément les professionnels.

Face à ces marges d'interprétation qui font planer des doutes sur la fiabilité des comptes, les réponses sont de plusieurs ordres. Premièrement, les normes comptables doivent limiter autant que possible la place laissée à l'arbitraire, en gérant au mieux les dilemmes tels que ceux qui viennent d'être exposés : c'est le rôle des autorités de normalisation, principalement l'IASB et le FASB, dont l'indépendance, la neutralité, et l'efficacité dans le processus de décision doivent être inattaquables. Deuxièmement, les mécanismes de *corporate governance* doivent assurer que les comptes ne sont pas manipulés ; et troisièmement, les auditeurs doivent jouer leur rôle de garants de l'objectivité du processus.

La *corporate governance* et le processus de décision

Parce que l'information financière a gagné en importance, et que sa préparation n'est pas un processus déterministe, le contrôle de cette préparation est devenu à la fois plus difficile et plus essentiel : c'est l'enjeu de la *corporate governance*, c'est-à-dire des mécanismes qui encadrent la gestion de l'entreprise et notamment cet acte essentiel que constitue l'élaboration et l'approbation des comptes.

Ce thème fait l'objet de débats innombrables depuis dix ans, précisément depuis le rapport rendu en décembre 1992 par la commission Cadbury en Grande-Bretagne, repris depuis lors sous des formes diverses dans les principaux pays développés⁸. Il s'agit toujours de définir les bonnes

⁸ En France, les rapports de la commission Viénot en 1995 et 1999. Ces rapports et codes de conduite sont disponibles sur le site de la Banque Mondiale : <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/codes.htm>

pratiques qui assureront que l'entreprise est gérée conformément aux intérêts de tous ses actionnaires. La direction de l'entreprise a besoin d'une marge d'initiative pour gérer efficacement et ne pas être indûment bridée dans ses projets ; en même temps, un contrôle est indispensable pour éviter que la direction n'agisse dans un sens contraire aux intérêts des actionnaires. Les règles de la *corporate governance* répondent au besoin d'équilibre entre ces exigences contradictoires, et représentent donc un peu pour le monde de l'entreprise ce que le droit constitutionnel représente pour les démocraties.

Naturellement, nul ne songe à modifier le processus de base selon lequel les comptes sont préparés par la direction générale de l'entreprise, vérifiés par les auditeurs extérieurs (appelés commissaires aux comptes en France), arrêtés par le Conseil (d'administration ou de surveillance) sur proposition du président, et approuvés définitivement par l'assemblée générale des actionnaires. Ce processus permet en principe une claire séparation des responsabilités entre l'entreprise et ses différentes instances de contrôle, jusqu'au vote direct par les actionnaires réunis en assemblée. Toutefois, l'observation empirique semble indiquer que le rôle du Conseil constitué le maillon faible de cette chaîne de responsabilités. C'est sur ce point que les débats sur la *corporate governance* tendent à se concentrer, afin que le Conseil tienne sa fonction de discussion et de contre-expertise des propositions de la direction générale, plutôt que de chambre d'enregistrement comme c'est encore souvent le cas.

En matière d'information financière, cette fonction est désormais le plus souvent confiée à un comité d'audit mis en place au sein du Conseil : ce comité a pour fonction d'examiner les comptes de manière autonome avant leur adoption, en étant épaulé par la direction financière de l'entreprise, son président, et les auditeurs extérieurs. Toutefois, bien rares sont les entreprises où l'activité de ce comité va au-delà d'une séance de questions à la direction générale, sans vérifications indépendantes et sans que soit prévue en pratique une modification des comptes en fonction des remarques faites. Dans beaucoup de cas, la réunion du comité d'audit est immédiatement suivie de la séance d'arrêtés des comptes par le Conseil, ce qui signifie bien que l'influence concrète du comité sur l'arrêté des comptes est minimale.

Pour que ce mécanisme puisse fonctionner plus efficacement, il faudra que le comité d'audit soit doté des moyens juridiques et financiers de son autonomie, ce qui n'est le cas aujourd'hui ni aux Etats-Unis ni en Europe. La bourse de New York (NYSE) a proposé en juin 2002 de nouvelles règles selon lesquelles elle n'accepterait à l'avenir la cotation que pour des sociétés dont le comité d'audit est présidé par un professionnel financier expérimenté et se compose exclusivement

d'administrateurs indépendants, selon une définition plus restrictive que par le passé⁹. Dans ces conditions le comité d'audit serait seul responsable de la nomination des auditeurs extérieurs et des missions qui leur sont confiées¹⁰. Si ces règles étaient finalement adoptées, il s'agirait d'un changement très profond : en poussant la démarche jusqu'à son terme logique, les auditeurs n'auraient plus alors comme client la direction de l'entreprise, mais le Conseil lui-même. L'Europe apparaît pour l'instant très en retard sur cette réflexion.

Toutefois, le critère essentiel restera la volonté des administrateurs de remplir sérieusement leur rôle de contrôle, qui ne peut pas être garantie *a priori* par la réglementation. On peut parier que les évolutions dans ce domaine seront précipitées par l'actualité judiciaire plus que par toute autre forme de régulation : pour l'exprimer brutalement, c'est seulement en voyant des administrateurs paresseux se faire condamner par la justice que les Conseils se mettront véritablement à travailler.

La profession de l'audit en question

Les entreprises et leurs organes dirigeants ne sont pas seuls en cause : dans de nombreux cas, les auditeurs extérieurs n'ont pas joué leur rôle. Harvey Pitt, le président de la SEC américaine, n'affirmerait sans doute plus maintenant que « *There is nothing rotten in the accounting profession* », comme il le faisait encore en février 2002. Les auditeurs n'ont pas su défendre leur indépendance vis-à-vis de leurs clients ; les mécanismes d'autorégulation de la profession n'ont pas fonctionné ; et la désintégration d'Andersen ne fait que rendre plus aigu le problème posé par l'extrême concentration de cette profession.

La loi apporte, en théorie, toutes les garanties d'indépendance aux auditeurs en Europe comme aux Etats-Unis. Ils sont nommés pour un mandat défini, que l'entreprise ne peut pas écarter ; et celle-ci n'a aucun pouvoir pour modifier l'appréciation qu'ils portent sur les comptes. Dans la pratique, il en va un peu autrement. L'intérêt des auditeurs commande que l'audit se passe bien, c'est-à-dire qu'ils n'aient pas de réserves à inscrire dans leur rapport sur les comptes : si une opération comptable leur paraît contestable, ils chercheront à la faire modifier par l'entreprise en amont plutôt que de devoir la signaler dans un rapport public. Si l'entreprise obtempère, tout se passe bien ; mais dans le cas inverse, le rapport de force n'est pas favorable à l'auditeur, surtout en période de conjoncture défavorable. Si à l'avenir l'auditeur est nommé par le comité d'audit du Conseil plutôt que

⁹ Un ancien salarié n'est considéré comme indépendant que si au moins cinq années se sont écoulées depuis son départ de la société.

¹⁰ Ces propositions sont détaillées sur le site www.nyse.com

par la direction générale de l'entreprise, sa position dans un tel rapport de force serait renforcée, mais, malgré tous les efforts, il n'en restera pas moins que l'auditeur dépend de l'entreprise dans la mesure où celle-ci est son client. Comme il semble utopique de faire financer l'audit par un tiers plutôt que par l'entreprise contrôlée, des mécanismes de contrôle externe du travail des auditeurs eux-mêmes sont donc indispensables.

A ce titre, il serait illusoire de penser que la situation de l'Europe, et particulièrement de la France, est très différente de celle des Etats-Unis. Certes, l'encadrement juridique est probablement meilleur aujourd'hui en France : les commissaires aux comptes sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires pour un mandat de six ans, ils peuvent saisir la justice en cas de découverte de faits délictueux, et ils sont deux pour chaque entreprise cotée, alors qu'il n'y a qu'un seul auditeur par entreprise outre-Atlantique. Toutefois, il est improbable que ces caractéristiques suffisent à empêcher les dérapages. Malgré ses atouts, le système français est très loin d'être étanche. On peut penser que des indécidables comptables seront bientôt révélées dans des grandes sociétés françaises, après quoi il ne sera plus question de faire l'économie d'une réflexion de même nature que celle qui agite actuellement les Nord-Américains.

Jusqu'à présent, le contrôle du travail des auditeurs était assuré par leur instance professionnelle nationale (*American Institute of Certified Public Accountants* aux Etats-Unis, Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes en France, et de même dans tous les pays développés). Cette autorégulation de la profession, appuyée sur des procédures de *peer review* (inspection périodique des travaux d'une firme d'audit par un confrère), n'a pas fonctionné de manière satisfaisante. Les réflexes corporatistes de défense de la profession contre les soupçons extérieurs ont toujours été plus forts que la nécessité de corriger les mauvaises pratiques. Aujourd'hui, il apparaît clair que l'autorégulation ne suffit pas à assurer la qualité des travaux comptables. Décrédibilisé par le scandale Enron et par les commentaires de la SEC, le *public oversight board* de l'institut américain des auditeurs, qui était censé superviser les actions de *peer review*, s'est autodissout en mars 2002 ; une nouvelle autorité de contrôle sera mise en place sous le contrôle direct de la SEC, et cette autorité ne comportera qu'une minorité de professionnels de la comptabilité dans son instance de décision¹¹. Un tel organisme indépendant de contrôle des auditeurs, s'il est doté

de moyens juridiques et humains adéquats, peut constituer un réel progrès, et sera sans nul doute copié en Europe.

Toutefois, il reste un problème que même une meilleure supervision des activités des auditeurs ne suffira pas à résoudre : l'extrême concentration du secteur. Depuis la disparition brutale d'Andersen, les sociétés internationales n'ont plus le choix qu'entre quatre réseaux pour l'audit de leurs comptes¹². Les barrières à l'entrée sur ce marché sont gigantesques : compte tenu de la masse de connaissances microéconomiques et de technique comptable que requiert le métier d'auditeur, la construction *ex nihilo* d'un acteur nouveau capable de rivaliser dans le monde entier avec les réseaux existants est sans doute impossible aujourd'hui. Dans ce contexte, la limitation à quatre acteurs permet-elle des conditions normales de concurrence ? Il est permis d'en douter. Aujourd'hui, ces « *last four* » sont en quelque sorte protégés par leur rareté : passer de cinq à quatre acteurs mondiaux est déjà un problème, et si un nouvel Enron implique un des survivants, un juge hésitera peut-être à prendre le risque de passer de quatre à trois ; cette forme indirecte d'assurance risque de peser sur la qualité des travaux d'audit, sans parler des risques de conflit d'intérêt accrus lorsqu'un même auditeur contrôle plusieurs entreprises concurrentes. Ce thème appellera peut-être, dans l'avenir, une intervention de la puissance publique, comme cela a eu lieu historiquement dans d'autres cas où l'efficacité de la libre concurrence a semblé mise en cause par des imperfections des mécanismes de marché¹³.

Et les investisseurs ?

Malgré les améliorations à apporter aux différents mécanismes de régulation dans la production et le contrôle de l'information financière, les principaux arbitres du système capitaliste restent les investisseurs. Enron, WorldCom et leurs homologues ont été sanctionnés par la chute de leur cours de bourse avant toute chose. Bien sûr, il faut que ces investisseurs disposent de données financières stables et dûment vérifiées par des auditeurs parfaitement indépendants. Mais cela suffira-t-il à éviter de nouvelles catastrophes ?

Hélas, il n'est pas nécessaire de remonter très loin dans l'histoire des marchés pour répondre par la négative. En effet, la bulle Internet des années 1995-2000 (aux Etats-Unis ; en Europe elle a éclaté au même moment mais avait commencé beaucoup plus tard, en 1999) n'a été que très marginalement

¹¹ Voir le site Internet de l'institut américain des auditeurs, www.aicpa.org, les propositions de la SEC sur <http://www.sec.gov/news/press/2002-91.htm>, et celles du Sénat (« Sarbanes Bill ») sur www.senate.gov finalement adoptées par le Congrès fin juillet 2002.

¹² Ces « big Four » sont KPMG, Ernst & Young, Deloitte Touche Tohmatsu, et PricewaterhouseCoopers.

¹³ Le Congrès américain a décidé de se saisir de ce sujet à terme, après la réalisation d'une étude approfondie en 2002-2003 par le General Accounting Office.

alimentée par des manipulations comptables. Les comptes de la quasi-totalité des sociétés Internet étaient effrayants, avec des pertes égales à plusieurs fois le chiffre d'affaires : cela n'a pas empêché les investisseurs de leur attribuer des valeurs extravagantes, de plusieurs dizaines, voire parfois plus de cent fois le chiffre d'affaires du dernier exercice écoulé. Ces valeurs très élevées étaient certes fondées sur un optimisme général et des prévisions de croissance très élevées pour tous les marchés liés à l'Internet, mais aussi sur des faiblesses intrinsèques de l'exercice des professions liées à l'investissement en actions.

Parmi celles-ci, les analystes financiers sont les plus critiqués, sans doute à juste titre. Dans les grands établissements américains, ils étaient très proches des équipes commerciales et leur rémunération était parfois fixée, comme chez Merrill Lynch, en fonction des honoraires de banque d'investissement générés par les clients sur lesquels ils émettaient des recommandations : dans de telles conditions, il faudrait être un saint pour émettre une recommandation de vente, c'est-à-dire défavorable au client. De fait, les analystes de la plupart des grandes banques se sont retrouvés en conflit d'intérêt permanent, et le sont encore dans la plupart des cas. Même la transaction conclue fin mai 2002 entre Merrill Lynch et l'avocat général de l'Etat de New York, Eliot Spitzer, n'empêche pas en principe la banque de continuer d'intéresser ses analystes au chiffre d'affaires réalisé par les activités de banque d'investissement (même si elle a annoncé qu'elle n'utiliserait pas cette possibilité). Les codes de comportement des firmes de Wall Street ont encore une grande marge d'amélioration.

Plus généralement, la capacité des investisseurs à exploiter rationnellement les informations financières des entreprises pour orienter leurs choix d'investissement reste très inégale, et globalement déficiente. Les recommandations des analystes des grandes banques ne sont guère fiables, et aucune grande entreprise d'analyse financière indépendante (c'est-à-dire non liée à une banque) n'a pu émerger, contrairement à ce qui existe dans le domaine voisin du *rating* financier : dans ces conditions, chacun ne peut donc compter que sur son propre jugement. On imagine facilement que cette situation avantage fortement les grands investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, qui ont les moyens de construire leurs propres équipes d'analyse et d'évaluation, au détriment des petits investisseurs. Ceux-ci, du coup, sont tentés de « faire avec les moyens du bord » en fréquentant assidûment les forums d'investisseurs et les sites d'information boursière qui se sont multipliés en quelques années sur l'Internet : mais ces informations souvent non vérifiées ont surtout pour effet de renforcer l'irrationalité des dynamiques d'investissement, en favorisant les comportements grégaires. Quelques minutes passées sur les forums

de sites tels que Boursorama¹⁴ suffisent pour constater l'ampleur que ce nouvel outil donne à l'échange de « tuyaux » non vérifiables entre « *day-traders* » (investisseurs individuels spéculatifs), ce qui accroît évidemment la volatilité et l'irrationalité des marchés.

Les autorités de régulation des marchés financiers, comme la SEC aux Etats-Unis ou la COB en France, sont logiquement placées en première ligne dans ce contexte. Comme le dit la SEC elle-même, « *à mesure que de plus en plus d'investisseurs viennent pour la première fois sur les marchés afin d'assurer leur avenir, de payer leur maison et d'envoyer leurs enfants à l'université, nos missions [protéger les investisseurs et assurer l'intégrité des marchés d'actions] sont plus essentielles que jamais* »¹⁵. La mission de ces autorités est précisément de s'assurer que tous les investisseurs disposent d'un même niveau d'information satisfaisant sur les sociétés dans lesquelles ils investissent, et que les différents intermédiaires (bourses, sociétés de bourse et banques d'investissement) opèrent dans le respect des intérêts des investisseurs. On a pu voir depuis quelques mois aux Etats-Unis à quel point le rôle de la SEC était central : sa responsabilité porte à la fois sur l'information financière des sociétés, les normes comptables (qui sont édictées aux Etats-Unis sous son autorité), le contrôle des auditeurs extérieurs, et les méthodes de travail des analystes. Ses moyens d'action déjà considérables (budget de 377 millions de dollars en 2000, près de 3000 employés) vont encore être fortement augmentés à la suite des derniers scandales.

Par comparaison, les autorités boursières européennes font pâle figure. La COB française, avec un budget annuel de l'ordre de 27 millions d'euros, est environ 15 fois moins puissante que la SEC ! Mais sans doute cette faiblesse en recouvre-t-elle une autre, plus fondamentale. Dans la représentation européenne et française de l'économie, les investisseurs ne constituent pas une puissance avec laquelle il faut compter. Leurs rares représentants institutionnels sont peu écoutés, et les associations d'actionnaires minoritaires comme Deminor ou l'Adam n'ont commencé à émerger que récemment. Dans les débats français, on parle volontiers du « monde des entreprises » pour signifier l'ensemble du système capitaliste, sans donner la moindre place aux investisseurs. Les fonds de pension n'existent pas, les actionnaires individuels sont faibles, les grandes fortunes capitalistes cherchent à se faire oublier ou à passer pour des « industriels » – à l'image de MM. Arnault, Naouri, Pinault ou Seillière ; l'*establishment* économique est presque exclusivement constitué de dirigeants de grandes entreprises. En un mot, la France (ou l'Europe) n'a

¹⁴ www.boursorama.com

¹⁵ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

pas encore son Warren Buffett, cet investisseur du Nebraska haut en couleur qui figure parmi les premières fortunes mondiales, et ne se prive pas de s'exprimer au nom de tous les investisseurs individuels de l'Amérique. La faiblesse de la représentation collective des investisseurs est sans aucun doute un handicap pour notre réflexion économique.

L'Europe à la traîne

Plus largement, dans tout le débat sur l'information financière et son utilisation par les marchés financiers, l'Europe et la France accusent un immense retard sur les Etats-Unis. Au mieux, nous nous contentons d'attendre que les Américains prennent des décisions, pour pouvoir ensuite les copier. Au pire, nous nions, contre l'évidence, que les avanies d'outre-Atlantique soient possible chez nous.

Cette passivité européenne est d'autant plus regrettable qu'elle n'est pas une fatalité. L'Europe a désormais une monnaie susceptible de rivaliser avec le dollar, des autorités de concurrence respectées, des marchés financiers dynamiques et engagés dans un grand mouvement de consolidation. Il n'y a pas de déterminisme à ce qu'elle se laisse remorquer par les Etats-Unis pour la régulation de son capitalisme financier.

En matière de normes comptables, l'Europe dispose actuellement d'un atout exceptionnel : en tant que principal territoire ayant adopté les normes comptables internationales IAS, et alors que la crédibilité des normes américaines est atteinte notamment par l'affaire Enron, elle peut revendiquer un rôle de leadership pour l'IASB au plan mondial, et pour elle-même dans son dialogue avec l'IASB. Hélas, il est permis de douter que cette opportunité soit mise à profit. La Commission ne s'est jusqu'à maintenant pas donné les moyens d'une vraie capacité d'initiative face à l'IASB, ce qui supposerait le recrutement de professionnels qualifiés en matière comptable, et une utilisation active de son droit de regard sur les normes IAS avant leur adoption pour toutes les sociétés cotées européennes (prévue pour 2005). De ce fait, on peut parier à moyen terme sur une convergence progressive des normes américaines et internationales, mais dans le cadre d'un dialogue entre FASB et IASB où l'Union Européenne ne pourra pas faire entendre sa voix.

En matière de contrôle des marchés financiers, l'Europe souffre du morcellement absurde de ses autorités de régulation, face à des marchés de plus en plus intégrés. Alors qu'Euronext recouvre la France, le Benelux et le Portugal, alors qu'un regroupement entre au moins deux des trois grandes bourses européennes¹⁶ est possible à brève

échéance, alors que les marchés électroniques entièrement dématérialisés se multiplient, nous continuons de confier la supervision de ces marchés à des autorités strictement nationales, qui essaient péniblement de coopérer entre elles sur le mode du consensus. Face à la puissance toujours grandissante de la SEC outre-Atlantique, cette *Kleinstaaterei* de la régulation boursière n'a plus aucun sens. La création d'un équivalent de la SEC à l'échelle du continent serait un pas essentiel en direction d'une régulation à la fois plus efficace et plus ambitieuse des activités financières en Europe. Elle permettrait également de favoriser l'émergence d'une représentation des investisseurs européens, dont on a vu que l'absence nuisait au bon fonctionnement du système en ne laissant que les directions d'entreprises sur le devant de notre scène capitaliste.

Enfin, en matière de *corporate governance* et surtout de supervision de la profession de l'audit, l'Europe s'en tient pour l'essentiel à l'observation des débats Nord-américains, voire à l'autosatisfaction sur le registre « cela n'arrivera jamais chez nous ». Faudra-t-il, pour qu'il en soit autrement, attendre qu'un désastre de l'ampleur d'Enron éclate de ce côté-ci de l'Atlantique ? Certes, les Européens n'auraient pourtant pas à rougir de leur situation : le modèle allemand, de plus en plus répandu en France, des sociétés à directoire et conseil de surveillance est probablement meilleur en termes de *corporate governance* que celui de la plupart des entreprises américaines, où le président domine le *Board* par son charisme. En matière d'audit, on a vu par exemple que la loi française était actuellement en avance sur celle des Etats-Unis. Mais cette avance partielle ne devrait pas nous conduire à une complaisance dans l'inaction. Il suffit de comparer les vitrines institutionnelles pour mesurer l'ampleur du décalage de prise de conscience de part et d'autre de l'Atlantique : en juillet 2002, sur le site Internet de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes en France, pas un mot des débats et scandales actuels sur l'information financière qui font pourtant chaque jour la une des quotidiens économiques¹⁷ ; au même moment, sur le site de son homologue américaine, figure un dossier de plusieurs centaines de pages sur les mérites comparés de l'autorégulation et de l'intervention publique, avec l'ensemble des éléments du débat, depuis les auditions du congrès jusqu'aux rapports de la SEC¹⁸.

A la suite des chocs produits par Enron, WorldCom et les autres sociétés coupables d'indélicatesses comptables, les Etats-Unis se sont engagés dans une action en profondeur pour faire revenir la confiance sur les marchés en matière de

¹⁶ Euronext, London Stock Exchange et Deutsche Börse.

¹⁷ www.cncc.fr

¹⁸ www.aicpa.org, dossier « *The AICPA, the Profession and the Public Interest* »

production et d'utilisation de l'information financière. La réaction violente des marchés, les initiatives des bourses de valeurs et d'autres acteurs privés, les discussions en cours sur l'encadrement législatif et réglementaire vont probablement modifier le fonctionnement du système financier américain. Pour l'Europe, les chantiers sont les mêmes : normalisation comptable, *corporate governance*, contrôle des métiers de l'audit, régulation des marchés d'actions. Dans les années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, les crises monétaires intra-européennes ont accéléré la prise de conscience qui a conduit à l'euro. Il ne tient qu'aux Européens de répondre à la crise actuelle des marchés d'actions par des initiatives qui leur permettront de mieux maîtriser eux-mêmes, à travers la chaîne de l'information financière, les mécanismes qui doivent garantir le bon fonctionnement de leur système capitaliste.

NICOLAS VERON