

Etats-Unis

La loi Sarbanes-Oxley : une réponse précipitée et partielle aux failles du système de contrôle des marchés financiers

Catherine SAUVIAT

La succession de scandales financiers et comptables dont deux des plus grandes entreprises américaines (Enron et WorldCom), fleurons de la désormais défunte « nouvelle économie », en même temps que la chute des Bourses ont finalement conduit le Congrès à légiférer plus vite et certainement plus « durement » que prévu, avec le vote de la loi Sarbanes-Oxley en juillet 2002. A la faveur de circonstances et d'un climat politique relativement exceptionnels, les autorités américaines ont été conduites à édicter un foisonnant corpus législatif, le plus important en la matière de puis les lois des années 30 promulguées à la suite du krach boursier. La Maison Blanche, pour tant résistante à se joindre aux voix réclamant des réformes profondes dans la conduite des affaires, a dû finalement obtempérer. Cette loi, qui s'aligne de fait sur une proposition démocrate pour fixer de nouvelles règles de *corporate governance* et de surveillance des marchés financiers, a même été approuvée par le puissant lobby des grandes entreprises, l'*Industrial Roundtable*. Ain si, elle aura quasiment fait l'unanimité à l'exception de la Chambre améri-

caine de commerce, le seul lobby patronal à avoir maintenu ou vertement son opposition.

La vigueur et la dureté apparente (ou potentielle) de cette réponse législative peuvent surprendre dans le contexte politique américain actuel, dont les dirigeants sont ouvertement « pro-business » et convaincus de l'incalculable supériorité de l'autorégulation des marchés sur toute autre forme de régulation, *a fortiori* étatique. Elle renforce en effet les mécanismes de contrôle des entreprises qui font appel à l'épargne publique et de sanction de leurs dirigeants par les autorités de régulation en cas de faute. De ce point de vue, elle est l'expression de la pérennité des racines puritaines du capitalisme américain (une éthique punitive et répressive) et du caractère populiste de l'opinion publique (des attaques récurrentes dans l'histoire contre le *Big Business* et le pouvoir de la finance), qui trouve sa traduction politique dans un système de représentation (le Congrès) qui accorde toujours beau coup d'importance à la défense des intérêts particuliers et locaux. Ce pendant, il est clair que son impact, po-

ETATS-UNIS

tentiellement important, sera lié avant tout aux conditions de sa mise en œuvre et de la réglementation qui en résultera, qu'il est en core trop tôt pour évaluer correctement. Il dépendra notamment de la volonté que les instances de régulation fédérales et professionnelles manifesteront non seulement pour identifier les problèmes mais surtout pour leur trouver des solutions, dans les limites de la finance de marché et du capitalisme dit « actionnarial » qu'il n'est évidemment pas question de remettre en cause mais de sauvegarder et de consolider. Quoiqu'il en soit, on peut d'ores et déjà se risquer à souligner les limites de cette loi et la façon dont certains lobbies professionnels exercent leur pression pour envider le contenu le plus percutant.

A l'origine de la loi : une succession de failles sur fond de dégradation boursière accélérée

Les faillites retentissantes qui ont ponctué ces dernières années la vie des affaires aux Etats-Unis procèdent toutes d'une même logique. Afin de doper le cours boursier de leur entreprise en réponse aux « attentes des marchés », les dirigeants de plusieurs grands groupes américains n'ont pas hésité à s'endetter massivement et à dissimuler l'ampleur de cet endettement pour gonfler les *cash flows* et les profits tri-mensuels de leur société. La valorisation du cours de l'action leur a permis de faire des acquisitions à bon compte et de s'enrichir grâce aux

stock options et aux bonus indexés. Ils l'ont fait avec la complicité active des banquiers, analystes financiers et auditeurs, mettant clairement en évidence

l'existence de conflits d'intérêt au sein de ces professions et avec la complicité passive des régulateurs (Securities Exchange Commission, organes professionnels). Ces fraudes ont été facilitées tant par le contexte de bulle financière des années 90 que par celui de la réglementation et de la globalisation ainsi que par l'existence de règles comptables laxistes. Les deux cas les plus retentissants concernent le courtier en énergie Enron et le groupe de Télécoms WorldCom, mais ils sont loin d'être les seuls (Global Crossing, Adelphia Communications, Tyco, etc.).

L'affaire Enron

Enron, un groupe texan devenu l'un des leaders mondiaux du courtage en énergie, est obligé en 2001 de révéler des erreurs comptables ayant conduit à une surévaluation de ses bénéfices de 586 millions de \$ sur les quatre dernières années. Les dirigeants du groupe ont sorti du bilan les résultats d'une filiale (endettée) qu'ils auraient dû consolider au lieu de la traiter en tant qu'entité indépendante. A la suite de ces révélations, on découvre qu'Enron a de fait financé son expansion en transférant une partie de son endettement hors bilan, à quel que soit le nombre de filiales non consolidées parmi lesquelles certains de ses dirigeants sont impliqués financièrement. Ces opérations hautement sophistiquées (on parle à cet égard de « comptabilité créative ») mais pour la plupart conformes aux normes compa-

bles américaines GAAP (*Generally accepted accounting principles*) ont été réalisées à la faveur du contexte de réglementation des marchés de l'énergie.

Elles ont eu lieu avec la complicité (active ou passive) du conseil d'administration et du comité d'audit de l'entreprise ainsi que de son auditeur externe, A. Andersen LLP et de plusieurs banques qui ont participé directement à ces filiales en tant que prêteurs et investisseurs (Merrill Lynch, Citigroup et J.P. Morgan Chase). De nombreux analystes ont en effet recommandé le titre Enron à l'achat presque jusqu'au dépôt de bilan, tandis que leurs banques réalisaient de juteuses opérations d'émissions de titres pour leur client. En décembre 2001, Enron entamait une procédure pour se placer sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. Dans la foulée, le groupe licenciat du jour au lendemain un quart de ses effectifs (4 500 salariés). Tandis que l'action du groupe s'échangeait à son pic à 90\$ en août 2000, son cours s'effondrait alors pour passer sous la barre de 1\$, dévastant les plans d'épargne « retraite » de ses salariés (401k).

Le cabinet américain d'audit Arthur Andersen LLP (membre du réseau mondial Andersen Worldwide et le plus petit des *Big Five* avec 85 000 salariés) a été mis en accusation par la justice américaine ; il est aujourd'hui quasiment démantelé au profit des *Big Four* restantes. L'ass ocié en charge de l'audit d'Enron a admis avoir commis deux fautes professionnelles : 1. une erreur de jugement dans le traitement des dettes d'un des partenaires ayant conduit à la surévaluation des profits du groupe ; 2. une obstruction à la justice par la destruction de documents comptables. L'ex-directeur financier d'Enron, A. Fastow, a été à son tour inculpé par la justice. Ce dernier est accusé d'avoir organisé une fraude fondée sur la création de nombreux filiales hors bi-

lan, protégées du risque de pertes par le groupe et de s'être personnellement enrichi par ce biais.

L'affaire WorldCom

L'affaire WorldCom intervient peu de temps après, tandis que les révélations frauduleuses sur l'affaire Enron battent leur plein et que de timides propositions législatives commencent à voir le jour. A l'origine de la création et de la croissance spectaculaire de ce groupe de télécommunications, B. Ebbers, ministre d'éducation physique dans un collège de l'Etat du Mississippi, qui rachète des affaires au bord de la faillite dans les années 70. Il transforme ainsi une petite entreprise de téléphone longue distance, LDDS, créée en 1983 en plein démantèlement d'AT&T, en un géant des Télécommunications (devenu WorldCom en 1995) qui combine des activités de téléphonie longue distance et locale avec de la transmission de données. Pour ce faire, Ebbers orchestre pas moins d'une soixantaine de fusions qui culminent avec celle de MCI en 1997.

Ce groupe est racheté par WorldCom alors que sa capitalisation boursière est trois fois plus importante que celle de son acquéreur, à la suite d'une OPA (offre publique d'achat) qui laisse British Telecom sur la touche. En juillet 2000, les autorités de régulation américaines et européennes mettent un coup d'arrêt à cette croissance par acquisition en rejetant le projet de fusion de WorldCom avec Sprint Corp. C'est cette politique d'acquisitions qui est à l'origine des manipulations comptables (beaucoup plus frustes que dans le cas d'Enron car contrairement en permanence aux normes GAAP) mais également des problèmes du groupe, incapable de consolider ces différentes acquisitions et

ETATS-UNIS

de les intégrer dans un schéma industriel cohérent.

Début 2002, le groupe WorldCom, symbole du boom technologique et de la nouvelle économie des années 90, est fort de 107 milliards de \$ d'actifs et de 80 000 salariés. Il est l'une des 500 plus grosses valeurs boursières américaines (S&P 500), parmi les plus détestées par les *mutual funds* américains. Début mai, son PDG, B. Ebbers, démissionne, à la suite d'une demande en quête de la SEC (Securities Exchange Commission) sur les comptes du groupe, démarrée en mars 2002 et d'une chute du cours de l'action, passé de 64\$ à son pic en juin 1999 à 3\$ fin avril 2002, après que les agences de notation eurent rétrogradé plusieurs fois les notes de sa dette. En juin, le nouveau dirigeant du groupe, B. Sigmore, annonce après un audit interne que 3,8 milliards de \$ de dépenses courantes (donc de charges) ont été faussement comptabilisées en dépenses d'investissement au nez et à la barbe de son auditeur A. Andersen LLP, dopant ainsi ses profits et alimentant la valorisation de son cours boursier. Le groupe doit réviser ses comptes des cinq derniers trimestres, notamment ses profits qui diminuent de 508 millions de \$, ajoutés à une dette de 628 millions de \$. Il licencie alors 17 000 salariés, soit 21 % de sa main-d'œuvre et dépose son bilan en juillet, provoquant la plus importante faillite de toute l'histoire américaine, six mois après celle d'Enron. La justice met en examen l'ancien directeur financier du groupe, S. Sullivan et son directeur de la comptabilité générale, B. Yates. On apprend par la suite que plusieurs autres dirigeants du groupe ont bénéficié des largesses de la banque d'investissement Salomon Smith & Barney, en contrepartie de plus de 100 millions de \$ d'honoraires

que WorldCom lui a rapporté et tandis que son analyste recommandait le titre à l'achat jusqu'à la veille de son dépôt de bilan.

Ces affaires ont alimenté la chute des Bourses, commencée en mars 2000 et ont participé au dégonflement de la bulle Internet. Des trois principaux indices boursiers américains, c'est évidemment le Nasdaq, composé de plus de 4 000 valeurs technologiques, qui est le plus touché : il a perdu près des 3/4 de sa valeur entre son pic de mars 2000 et août 2002 tandis que l'indice S&P 500 perdait 40 % sur la même période et le Dow Jones (30 grandes valeurs boursières) près d'un quart de sa valeur par rapport à son pic de janvier 2000.

Sous la pression de ce retournement boursier et de cette succession de faillites, manifestant une grave crise de confiance des investisseurs vis-à-vis de la gestion des entreprises et des marchés financiers, les autorités américaines se sont vues contraintes de réagir par des propositions de lois successives, dont l'aboutissement final a été trouvé dans le vote accélééré de la loi Sarbanes-Oxley, le 25 juillet 2002.

Une réponse législative rapide et potentiellement sévère...

Cette loi a été votée en quatre mois seulement, après de nombreuses audiences parlementaires qui se sont succédées à la Chambre des représentants comme au Sénat. La Chambre des représentants a proposé dès le 24 avril une première réforme (HR3763) critiquée par beaucoup pour sa faiblesse. En juin, les événements se sont accélérés après que WorldCom eut annoncé avoir comptabilisé improprement 3,8 milliards de \$ en dépenses courantes. Ce qui a conduit le Sénat à durcir la proposition de loi de la Chambre des

L'ALOI SARBANES-OXLEY

représentants (S2673), qui a finalement été amendée par des votes bipartisans. Cette proposition, votée à l'unanimité le 15 juillet 2002, a renforcé notamment les peines requises pour fraude. Et la Chambre des représentants a voté le 16 juillet une mesure séparée (HR5118) qui a accru encore plus les pénalités pour fraude prévues par les sénateurs. L'accord final des deux chambres s'est fait le 25 juillet, fondé principalement sur la proposition de loi sénatoriale à majorité démocrate. Ce texte a été signé par le président Bush le 30 juillet 2002.

La nouvelle loi Sarbanes-Oxley (*Corporate Responsibility Act*) poursuit plusieurs objectifs à la fois : elle vise à renforcer l'indépendance et le contrôle des cabinets d'audit, à améliorer la transparence des comptes des entreprises et à impliquer la responsabilité des dirigeants en accroissant la sévérité des sanctions encourues par ces derniers. Pour ce faire, elle accorde de nouveaux pouvoirs et des moyens accrus aux autorités de régulation. Elle vise également à prévenir les conflits d'intérêt au sein des banques et des départements d'analyse financière et ceux de banque d'investissement. Sur ces différents points, les principales mesures sont les suivantes :

- création d'un organe indépendant de contrôle de la profession comptable le *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), chargé d'établir les standards de la profession (éthique, conflits d'intérêt, normes de contrôle des comptes), de conduire des contrôles annuels au sein des plus importantes entreprises du secteur et doté également de pouvoirs disciplinaires. Il sera financé par les entreprises cotées, de même que le FASB chargé d'élaborer les normes comptables de référence dorénavant financé

par ces mêmes firmes et non plus par les grandes firmes d'audit. Deux de ses membres sur cinq au total devront être des professionnels de la comptabilité ;

- renforcement de l'indépendance des auditeurs dont la nomination est soumise désormais au comité d'audit composé de membres indépendants de l'entreprise, le quel doit décider du choix des auditeurs externes et des niveaux de rémunération, ce qui était fait auparavant par la direction de l'entreprise. L'associé principal en charge de l'audit d'une entreprise doit tourner tous les cinq ans. Les auditeurs se voient en général empêcher de délivrer des prestations de conseil, sauf autorisation préalable du comité d'audit. Enfin, la loi restreint la possibilité laissée aux entreprises d'embaucher leurs anciens commis saires aux comptes et leurs équipes.

- obligation pour les dirigeants de grandes entreprises cotées, qui sont tenus désormais personnellement responsables des comptes financiers trimestriels et annuels de leur entreprise, de certifier leur exactitude et de restituer bonus et autres compléments de rémunération en cas d'erreur de comptabilisation ou de fraude. Il leur est désormais interdit de recevoir des prêts de l'entreprise comme de vendre ou d'acheter des titres pendant les périodes de blocage des transactions effectuées par les salariés de base sur leurs comptes d'épargne retraite (401k) à l'occasion d'un changement d'administrateur, d'une fusion de plans d'épargne ou d'autres changements. Les sanctions pénales pour fraude sont sévèrement aggravées (de 1 à 5 millions de \$ d'amende et de 10 à 20 ans de prison, voire plus en fonction de la gravité de la fraude) ;

- transparence accrue des informations financières à faire figurer dans les rapports annuels, notamment des transactions ou

ETATS-UNIS

par tenariats non conso li dés. La SEC avec l'aide du FASB doit à cet égard promulguer de nouvelles règles concernant la transparence de ce genre d'opérations ;

- préven tion des con flits d'in té rê t des analystes *sell side*, c'est-à-dire ceux qui travaillent dans une banque d'investissement et qui sont chargés d'évaluer les entreprises lors d'une introduction en Bourse ou dans le cadre d'une fusion-acquisition. Les moyens envisagés concernent la dissociation des rémunérations des analystes des opérations de banque d'investissement, la protection des analystes qui font des recommandations négatives, la création de cloisons étanches pour séparer les départements de recherche et de banque d'affaires ;

- renforcement des moyens de la SEC : autorisation d'un accroissement budgétaire de 77 % pour accéder aux budgets (776 millions de \$), sachant que le budget de la SEC pour l'année fiscale 2001 s'élevait à 438 millions de \$. La SEC peut désormais interdire, sans avoir recours à la justice, à un PDG coupable d'avoir violé la loi sur les titres, d'exercer des positions similaires dans toute autre entreprise cotée.

... mais une réponse limitée et laconique

La mise en œuvre de cette nouvelle loi exige la résolution de certaines ambiguïtés ainsi que de nouvelles réglementations de la SEC, aidée en cela par les organes de régulation professionnels. Tout dépend de la façon dont l'administration va en voyer des signaux aux procureurs de justice afin de l'appliquer. La certification des comptes par les dirigeants, qui concerne 14 000 entreprises cotées sur les marchés financiers américains dont les filiales locales d'entreprises

étrangères, est relativement symbolique, quand bien même elle rend les poursuites judiciaires plus faciles aux actionnaires. Car ces mêmes dirigeants risquaient déjà d'être poursuivis par la SEC avant cette mesure, de même qu'ils étaient également tenus de restituer des compléments de salaire acquis sur la base de comptes falsifiés. Mais les cas qui aboutissent à la condamnation effective d'un dirigeant sont très rares, compte tenu de l'ampleur des moyens mobilisés par les entreprises (recours à des « bataillons » de juristes) face à la faiblesse des moyens de la SEC. Comme le souligne un journaliste de l'hebdomadaire britannique des affaires *The Economist* : « La certification des comptes des entreprises par leurs dirigeants devrait être un non-événement ». Enfin, la remise en cause par le président Bush de la longue budgétaire initialement allouée à la SEC dans le cadre de la nouvelle loi est en contradiction flagrante avec les objectifs affichés de cette réforme.

Cette nouvelle loi n'oblige toujours pas les entreprises à comptabiliser les *stock options* comme une dépense. Le FASB (Financial Accounting Standards Board) pourrait imposer aux entreprises à partir de 2003, mais cette réforme ne s'appliquerait qu'aux nouveaux plans de *stock options*. Cet organisme avait tenté au début des années 90 d'imposer cette règle comptable ; la pression exercée alors par les entreprises de haute technologie de la Silicon Valley avait fait échouer le projet, aboutissant simplement en 1996 à l'obligation pour ces dernières de publier en note de bas de page de leur rapport annuel le montant des *stock options* accordé. Et de puis lors, les entreprises avaient le choix de comptabiliser ces opérations comme des dépenses ou non,

la plupart ayant choisi de ne pas le faire. Il est vrai que depuis les affaires Enron et WorldCom, un certain nombre de grandes entreprises (Coca-Cola, Wal-Mart) ont déclaré qu'elles le feraient désormais, de même que plusieurs *think tanks* ou groupes de pression se sont prononcés en faveur de cette mesure¹. Mais le problème ne réside pas seulement dans la transparence des *stock options*. Il est dans le fait même que d'énormes quantités de *stock options* puissent être attribuées aux dirigeants, sans lien avec les performances de l'entreprise², les incitant à poursuivre une valorisation à court terme du cours de Bourse de l'entreprise et à gonfler les résultats financiers en conséquence. Tout récemment, le NYSE (New York Stock Exchange) et le Nasdaq ont conditionné la cotation des entreprises à l'approbation par les actionnaires des plans de *stock options* qu'ils mettent en place, à la présence majoritaire d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration et à la présence exclusive d'administrateurs indépendants dans les comités d'audit et de rémunération.

La profession comptable a certes perdu la bataille législative en se laissant imposer pour la première fois dans son histoire une forme de quasi-contrôle étatique. Avec la création d'un conseil de supervision indépendant (*Public Company Accounting Oversight Board*), elle a en effet dû renoncer à plus d'un siècle d'autoréglementation, sous l'égide de son puissant lobby professionnel l'*American Institute of Certified Public Accountants* qui écrivait les règles comptables. Mais elle a d'ores et déjà engagé le second round de cette bataille, qui concerne le plan réglementaire. En repassant très vite à l'offensive et en faisant pression sur des parlementaires et sur le président en poste

de la SEC, H. Pitt, elle a dans un premier temps réussi à imposer à la présidence du nouvel organe de contrôle indépendant une personnalité à sa convenance. Ces enchaînements ont finalement conduit H. Pitt à démissionner, entraînant dans son sillage la démission du tout juste nommé président du nouvel organe de supervision comptable³. Or l'efficacité de ce nouvel organisme, les problèmes qu'il sera amené à traiter en priorité, le choix de son mode opératoire sont en partie liés à la personnalité nommée à la tête de ce conseil. La profession comptable est enfin parvenue à ses fins en s'opposant avec succès à l'interdiction absolue pour les cabinets d'audit de délivrer des prestations de conseil à des clients dont ils ont le mandat de contrôle des comptes¹. Elle a réussi également à éviter la rotation obligatoire des firmes exerçant un mandat de contrôle des comptes. Seuls les associés responsables de l'audit d'une entreprise devront changer tous les cinq ans, ce qui est un moindre mal pour les grandes firmes d'audit qui pratiquaient déjà cette rotation et ce qui paraît peu susceptible de garantir l'indépendance des auditeurs. Car dans la pratique, on voit mal comment un associé d'une de ces grandes firmes pourrait remettre en cause des comptes qui ont été certifiés les années précédentes par ses collègues, comme le suggère un ancien responsable de la SEC². Il s'agit donc *in fine* d'une demi-victoire pour la profession comptable, qui a été obtenue grâce à une activité de lobbying incessante auprès des membres du Congrès. Cette situation est chose courante aux Etats-Unis : en l'absence d'un système de financement public des campagnes électorales, les partipolitiques et les candidats au Congrès reçoivent des contributions financières des

ETATS-UNIS

grandes firmes ou des associations professionnelles, qui ne se privent pas en retour et quand besoin est, de faire valoir leurs intérêts au près des députés et sénateurs responsables des projets de loi. Ainsi, les *Big Five* auraient versé à elles seules 14,5 millions de \$ pour la campagne électorale en 2000 et le secteur de l'audit émerge au 27^e rang dans la liste des financiers tous secteurs confondus³.

De même, le pouvoir acquis par la finance américaine et sa capacité à tirer profit tant des opérations de crédit que des opérations financières ne sont pas remis en cause, comme cela avait été le cas dans les années 30 avec la promulgation du *Glass Steagall Act*. Cette loi de fait en effet interdit une séparation entre les activités de banque commerciale et de banque d'affaire à la suite du krach de 1929 et des protestations publiques contre les conflits d'intérêt apparus alors à Wall Street. C'est précisément leur réunion permise par le démantèlement progressif puis l'abrogation du *Glass Steagall Act* en 1999 qui a régénéré ces conflits, accentués par le contexte de

bulle financière : la fameuse « muraille de Chine » que toute firme de courtage se doit de respecter s'est avérée totalement perméable. Dans ces conditions, il est permis de douter de l'efficacité des mesures actuelles avancées pour y mettre fin⁴.

Enfin, la nouvelle loi ignore de fait les victimes indirectes des trous noirs du système de *corporate governance* américain, à savoir les salariés. Elle passe en effet sous silence la question non seulement de la protection de l'épargne retraite des salariés dans le cadre de leurs plans de « retraite » individuels (les fameux plans 401k) mais sur tout celle d'un droit de regard quelconque des travailleurs américains sur la gestion de leur entreprise. Comme le soulignent Kochan et Osterman, alors que les lois des années 30 avaient été immédiatement suivies par le vote du *National Labor Relations Act* (plus connu sous le nom de loi Wagner), sanctionnant la reconnaissance du syndicalisme, le législateur américain aurait dû achever son travail en proposant dans la foulée une réforme des lois du travail et

1. C'est le cas du *Conference Board* qui représente les plus gros investisseurs institutionnels. C'est également le cas de la *Business Roundtable* qui est la voix des grands patrons américains, un lobby lié aux deux cents plus grandes entreprises américaines.
2. Voir avec des liens négatifs, comme le prouve une étude réalisée par J. Blasi et D. Kruse sur la base d'un échantillon des 1500 entreprises plus grandes entreprises américaines entre 1992 et 2001. Cette étude montre que celles qui ont distribué le plus de *stock options* à une petite minorité de dirigeants sont celles qui ont retourné les pires performances à leurs actionnaires, cf. « When Options Rise to Top, Guess Who Pays » by G. Morgenson, *New York Times*, November 10, 2001.
3. La nouvelle loi a donné à la SEC, en coopération avec le secrétaire du Trésor et le président de la banque centrale américaine, A. Greenspan, le pouvoir de nommer les membres de ce nouveau conseil de supervision de la profession comptable, dont deux d'entre eux doivent être issus de cette profession. La candidature initialement présentée et annoncée par H. Pitt de J.H. Biggs, président de TIAA-Cref, l'un des plus importants fonds de pension américains, à la présidence de ce conseil avait sans doute le défaut aux yeux de la profession comptable d'apparaître comme étant la voix directe des actionnaires institutionnels les plus activistes, et d'être trop critique vis-à-vis de cette dernière. H. Pitt est donc revenu sur cette annonce en forme de choix pour lui préférer un ancien directeur du FBI et de la CIA, W. Webster. Or la légitimité de ce dernier a été immédiatement contestée, faute d'avoir tiré la sonnette d'alarme en tant qu'administrateur et membre du comité d'audit d'une firme Internet accusée de fraude des comptes. Et, H. Pitt le sachant, n'a pas cru bon de prévenir ses quatre collègues de la SEC au moment de son choix.

une réforme des retraites. Or il n'en a rien été : le gouvernement Bush n'est pas le gouvernement Roosevelt et le contexte politique, économique et social actuel est loin d'être comparable avec ce lui des années trente. Le législateur a avant tout agi dans le but de protéger les « investisseurs » et les actionnaires dont la confiance dans les marchés financiers a été sérieusement ébranlée. Sauf qu'en toute logique, il aurait dû aussi protéger les « investisseurs salariés » ou les « actionnaires salariés » que sont les titulaires de plans 401k. Ceux-là ont été aux premiers rangs des victimes des faillites d'Enron et de WorldCom, et leur confiance dans le système des retraites est également sévèrement entamée.

De ce point de vue, le problème du système des retraites par capitalisation pourrait être une bombe à retardement ou, comme le suggère l'Agefi, « le dernier squelette dans le placard de la bulle financière ». Car entre le début de l'année 2000 et la mi-2002, l'estimation de la baisse des valeurs des actifs des seuls fonds de pension américains du secteur public s'élève à 370 milliards de \$, soit 14 % de leur actif total. Et plus généralement, la baisse de la Bourse américaine menace sérieusement le système de retraite par capitalisation qui en retour, déprime la Bourse. Ses conséquences macroéconomiques sont ce pen-

dant distinctes selon le type de régime de retraite d'entreprise considéré : les fonds de pension à prestations définies du secteur privé sont passés d'une position de sur-financement à une position de sous-provisionnement, obligeant les entreprises à couvrir leurs engagements en amputant leurs résultats opérationnels, donc en gâchant leurs bénéfices présents et futurs. Ceci entraîne en retour une baisse de la valeur des actions donc des fonds propres des entreprises et un accroissement de leur endettement. Pour les fonds de pension à cotisations définies, les pertes liées à la Bourse sont, au contraire des premiers, directement assumées par les salariés : ceux-ci voient réduite à presque rien la valeur de leur épargne retraite, sachant que les revenus des placements financiers représentaient jusqu'alors une source non négligeable des revenus des ménages américains âgés de 65 ans et plus (20 % en 1998). Ceci semble avoir eu comme effet une augmentation quasi immédiate et sans précédent du taux d'activité des Américains dont l'âge se situe entre 55 à 64 ans (+ 2 % en 2001), qui ont « choisi » de retarder leur sortie d'activité plutôt que d'assumer cette perte de revenu cumulée de 678 milliards de \$ de puis 2000.

-
1. La proposition du Sénat, à majorité démocratique, laissait de toute façon aux firmes d'audit la possibilité de demander une exemption à la SEC.
 2. Cf. « Prepared Statement of Mr. Lynn E. Turner, Chief Accountant, SEC, 1998-2001 », *Hearing of US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, February 26, 2002.
 3. Cf. « Arthur Levitt's Crusade », *BusinessWeek*, September 30, 2002.
 4. Le compromis vers lequel paraissent s'acheminer les organes de régulation, le procureur général de l'Etat de New York (E. Spitzer) et les firmes de Wall Street serait en gros le suivant : imposition d'amendes aux banques les plus compromises (Citigroup et Crédit Suisse First Boston), à l'instar de celle déjà infligée à Merrill Lynch (100 millions de \$) ; recours pour chaque firme de Wall Street à un médiateur afin d'acheter une recherche indépendante et s'assurer de la qualité de l'information délivrée aux investisseurs ; limitation des rapports entre banquiers et analystes.

Quel avenir pour un système de *corporate governance* dont les principes restent inchangés ?

Le système américain de *corporate governance* a été présenté comme un modèle pour le reste du monde. Il continue à ce titre d'inspirer de nombreuses réformes dans les pays européens ainsi que les nouvelles stratégies syndicales qui lui sont associées (activisme actionnarial). Pour tant, ce système a montré de sérieuses limites au travers des failles et des scandales financiers qui ont ponctué la vie des affaires américaines ces dernières années. Il n'est pas sûr que la nouvelle législation, promulguée dans la hâte et sous la pression des événements, soit à la mesure des problèmes sous-jacents. D'une part, la loi Sarbanes-Oxley pose un problème d'extraterritorialité car elle s'applique de fait aux entreprises étrangères cotées sur les marchés boursiers américains, dont le système de *corporate governance* vient directement heurter les nouvelles règles d'indépendance des administrateurs qu'elle a établies. Ainsi, les entreprises françaises ou allemandes ayant des représentants des salariés dans leur conseil d'administration ne répondent pas aux critères d'indépendance tels qu'exigés par cette loi. D'autre part, n'est-il pas paradoxal que ces dernières décennies du 20^e siècle aient vu aux Etats-Unis la réaffirmation et la consolidation d'un pouvoir managérial dont les fondations sont anciennes mais dont les fondements se sont modifiés, sans qu'un pouvoir actionnarial ne parvienne à lui opposer de contre-poids significatif ni à le remettre en cause durablement ? Et ce, en dépit de la montée en force réelle des investisseurs institutionnels, du « pouvoir de la finance », et du développement d'un « nouveau capitalisme actionnarial ».

Les leçons d'Enron et de WorldCom illustrent à quel point (sans doute paroxystique dans ces deux cas) les managers américains se sont joués d'un système dont ils ont su profiter à plein point de vue de leur enrichissement personnel, pour au tant qu'ils aient fait de la satisfaction des actionnaires l'axe « affiché » de leur stratégie. Plus largement, une enquête récente du *Financial Times* montre que les dirigeants (PDG et administrateurs) des 25 plus importantes faillites américaines depuis janvier 2001 ont perçu des rémunérations de plus de 3,3 milliards de \$ (salaires, primes et *stock options*) en trois ans, tandis que ces mêmes sociétés détruisaient pour 210 milliards de \$ de valeur actionnariale et annonçaient la suppression de 94 000 emplois.

A la lumière des événements, il est douteux de penser que c'est en améliorant les droits d'information des actionnaires et la transparence financière que « l'asymétrie d'information » en faveur des managers pourra être réduite. Peut-être vaudrait-il mieux s'interroger dans le cas américain sur la légitimité d'un système de *corporate governance* qui dénie tout droit à l'information et à l'expression d'une des composantes essentielles au fonctionnement des entreprises, à savoir leurs salariés ? Vu sous cet angle, la relative impuissance des syndicats américains à formuler des revendications autour de nouveaux droits, non pas en tant que représentants des actionnaires salariés mais en tant que salariés tout court, est notable dans le cas d'Enron et de WorldCom. Il est vrai que n'étant pas implantés dans ces deux groupes (ou très marginalement dans le cas d'Enron), ils ne pouvaient guère faire avancer des revendications

proprement salariés dans le cadre de la négociation collective. Mais ils auraient pu chercher à profiter des circonstances et du climat relativement exceptionnels provoqués par ces affaires en prenant les devants de la contestation et des propositions de réformes au niveau politique ; au lieu de quoi ils sont restés confinés dans les limites de leur stratégie « d'activisme actionnarial », en donnant de la voix ni plus, ni moins, ni différemment que les autres actionnaires, dans des conditions où les coûts de l'action collective restent élevés et les résultats peu probants.

La victoire des Républicains aux élections législatives de novembre qui donnent à ces derniers le contrôle des deux chambres pour les deux années à venir n'augure rien de bon pour les syndicats et l'évolution vers un rapport de forces qui leur soit plus favorable. Il est probable que le président Bush, fort de cette nouvelle marge de manœuvre, ne cherche à ralentir la mise en œuvre des réformes issues de la loi Sarbanes-Oxley, avec l'appui assuré de Wall Street, de la profession comptable et des organisations d'employeurs comme la National Association of Manufacturers. La nomination d'un nouveau président de la SEC et le vote du budget de l'organe de régulation au prochain Congrès se ront de bons indicateurs pour en juger.

ETATS-UNIS