

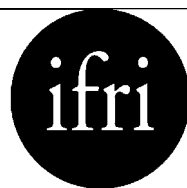
**Le Centre français sur les Etats-Unis
(CFE)**

Troisième Conférence Annuelle du CFE

Paris, 12-13 décembre 2002
Troisième table ronde :

Après Enron : quelle réglementation ?

www.cfe-ifri.org



i n s t i t u t
f r a n ç a i s
d e s r e l a t i o n s
i n t e r n a t i o n a l e

Il existe généralement, dans les débats touchant aux politiques publiques, un écart entre la manière dont les problèmes sont perçus par le public et abordés dans la presse, et l'analyse qu'en font les experts de la question. Cet écart atteint, à propos de l'affaire Enron et des scandales qui ont secoué le capitalisme américain en 2001 et 2002, un niveau saisissant. Les Etats-Unis ne sont pas entrés dans une nouvelle ère de réglementation. Les acquis de la déréglementation des marchés financiers, et les innovations financières des dix dernières années, ne seront pas remis en cause. Certes, la loi Sarbanes-Oxley, votée dans le sillage des scandales récents, va entrer en vigueur, de même que les nouvelles réglementations privées édictées par le New York Stock Exchange et le NASDAQ. Mais aucune des évolutions significatives induites par la chute d'Enron, de WorldCom, de Global Crossing (et de quelques autres) ne sont dues à ces initiatives législatives et réglementaires.

Enron possédait un comité d'audit « indépendant », présidé par un professeur de comptabilité à Stanford, et des administrateurs « indépendants » au sens des nouvelles réglementations. Enron serait en conformité avec les nouvelles dispositions. Chez WorldCom, les comptes certifiés par les auditeurs étaient si grossièrement erronés qu'il ne faut pas rechercher la cause des dysfonctionnements dans les limites de la réglementation, mais dans la non application des règles les plus élémentaires de la profession. Puisque le problème ne résidait pas dans les déficiences de la réglementation, il y a peu à attendre des nouvelles dispositions législatives, ou des nouvelles règles privées (NYSE, NASDAQ) pour prévenir de nouveaux scandales. La notion d'administrateur (et d'auditeur) *indépendant*, sur laquelle reposent les nouvelles dispositions, est très largement mythique.

Les dérèglements de la deuxième moitié des années 1990 s'expliquent par la conjonction d'une situation de « bulle » sur les marchés d'action et de comportements malhonnêtes de la part d'un certain nombre de dirigeants. Disposant de quantités très importantes d'options sur actifs (*stock options*), certains n'ont pas résisté à la tentation de « travailler » les comptes afin de faire monter le cours, justifiant l'octroi de nouvelles options (et d'énormes « bonus »), puis, sentant le vent tourner — ils disposaient pour cela d'informations inaccessibles aux investisseurs — à réaliser ces options avant le retournement du marché. Chez Enron, le montage était plus subtil mais la logique, identique. Il existe un mécanisme de renforcement entre la bulle et les malversations financières : celles-ci ne sont possibles, à cette échelle au moins, que parce le marché est en situation d'« exubérance irrationnelle » ; et en retour le « *book cooking* » à grande échelle, dans des entreprises phares telles Enron ou WorldCom, entretient la situation de bulle.

Est-ce à dire que tout fonctionne comme avant ? Non. Les scandales ont eu, et continueront d'avoir, des répercussions très profondes. Toutes les entreprises ont renforcé les contrôles internes sur la comptabilité, la production des comptes, les rapports avec les analystes et les investisseurs. Ceux-ci sont certainement plus avertis au risque. De manière générale, une « prime à la prudence » a remplacé la « prime à l'audace » des années 1990. Ceci pourrait d'ailleurs avoir des conséquences significatives sur le dynamisme de l'économie américaine. Ces modifications de comportement sont entièrement spontanées, motivées par la nouvelle exigence de transparence et le « risque de réputation » ; elles ne sont pas liées à l'édiction de nouvelles règles formelles et auraient eu lieu sans elles.

Les nouvelles dispositions réglementaires, en particulier les normes que s'approprient à imposer le NYSE et le NASDAQ, pourraient même avoir de sérieux effets pervers. Elles pourraient donner aux administrateurs indépendants un pouvoir disproportionné en regard de leur niveau d'information réel sur la firme ; elles devraient d'autre part augmenter significativement le coût de l'accès au marché boursier pour les firmes. Certaines compagnies ne vont pas entrer en bourse, d'autres vont s'en retirer, avec un effet potentiel sur leur capacité à lever des capitaux pour financer l'innovation.

Enfin, une autre conséquence des affaires et de leur traitement par la presse est la généralisation de la suspicion à l'égard des comptes des entreprises et de l'honnêteté des dirigeants. Cette suspicion peut être dommageable, et est certainement irrationnelle.