

# LE CENTRE FRANÇAIS SUR LES ÉTATS-UNIS (CFE)



## APRÈS ENRON. WALL STREET ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

**Yves-Marie Péréon**



*L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901). Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.*

*Ifri (French Institute of International Relations) is a research center and a forum for debate on the major international, political and economic issues. Headed by Thierry de Montbrial since its founding in 1979, Ifri is a non-profit organization.*

Les opinions exprimées dans ce texte sont de la seule responsabilité de l'auteur.

*The opinions expressed in this text are the responsibility of the author alone.*

Le **Centre français sur les Etats-Unis** (CFE), créé au sein de l'Ifri en septembre 1999, a pour mission d'étudier les développements politiques, économiques et sociaux des Etats-Unis, qui influencent l'image des Etats-Unis en France, autant que les relations européennes et transatlantiques. Il organise régulièrement des réunions rassemblant des décideurs des secteurs public et privé, et publie articles et *Policy Papers* sur des sujets pertinents pour l'étude des Etats-Unis et pour la relation franco-américaine.

The **French Center on the United States** (CFE), created in September 1999 within Ifri, jointly with the Center on the United States and France (CUSF) at the Brookings Institution, has as its goal the amelioration of mutual understanding of the public policies of France and the United States. This is to allow their respective leaders to better understand the functioning of the system in the other country, through research on concrete subjects concerning their current relationship.

*Droits exclusivement réservés/All rights reserved Ifri, Paris, octobre 2003.*

*Photo: Mikaël Mardirossian, <[perso.club-internet.fr/mardi](http://perso.club-internet.fr/mardi)>.*

*Ifri – 27, rue de la Procession – 75740 Paris Cedex 15 – France  
Tel. : 33 (0)1 40 61 60 33 – Fax : 33 (0)1 40 61 60 60  
[www.cfe-ifri.org](http://www.cfe-ifri.org) – [info@cfe-ifri.org](mailto:info@cfe-ifri.org)*

**Le Centre français sur les Etats-Unis**  
*The French Center on the United States*  
**(CFE)**

**Après Enron.**  
**Wall Street et le gouvernement d'entreprise**

**Yves-Marie Péréon**

*Policy Paper du CFE*

Octobre 2003

## Sommaire

Résumé	5
Abstract	6
Introduction	7
Une réelle crise de confiance des investisseurs américains	9
Les irrégularités comptables révélées par les affaires	13
Une loi pour restaurer la confiance	17
Les principales dispositions du <i>Sarbanes-Oxley Act</i>	21
Les textes d'application de la Securities and Exchange Commission et les nouvelles normes comptables édictées par le Financial Accounting Standards Board	25
L'adaptation des entreprises américaines à leur nouvel environnement	30
Conclusion	35
L'auteur	37
Glossaire	38

## Résumé

Après les scandales financiers de l'année 2002 – Enron, WorldCom, etc. – les pouvoirs publics américains et les différents acteurs des marchés financiers ont mis en œuvre un ensemble de mesures destinées à restaurer la confiance des investisseurs. Le *Sarbanes Oxley Act* introduit des réformes majeures dans les domaines de la comptabilité et de la gouvernance des sociétés cotées. Il est accompagné par d'autres textes réglementaires tout aussi importants, notamment dans le domaine des normes comptables. Ces nouvelles dispositions ont de multiples conséquences pratiques dans le quotidien des entreprises américaines, qui ont dû s'y adapter au fur et à mesure de leur entrée en vigueur au cours des derniers mois. Leur efficacité, c'est-à-dire leur contribution à un retour durable de la confiance, devra être appréciée sur le long terme.

## **Abstract**

Following the financial scandals of 2002 – Enron, WorldCom, etc. – US public authorities and various interested parties associated with the financial markets took a number of measures designed to restore investor confidence. The Sarbanes-Oxley Act introduced major accounting and governance reforms for listed companies. In addition to this Act, several other regulatory texts have been introduced, particularly in the area of accounting norms. These new measures have many practical implications for the daily running of US companies, which have had to adapt to the changes as they have been introduced over the past few months. The effectiveness, that is to say the impact that they have on restoring confidence, will have to be assessed over the long term.

## Introduction

L'année 2002 a été marquée par une série de scandales financiers qui ont ébranlé la confiance de l'investisseur américain – autant dire du citoyen – dans l'intégrité et la transparence des marchés financiers. L'enchaînement des faits, tout d'abord. La faillite d'Enron était déclarée en décembre 2001, celle de Global Crossing en janvier 2002. Pour son rôle dans l'affaire Enron, le cabinet d'audit Arthur Andersen était mis en examen en mars. En juin, Enron reconnaissait avoir versé un total de 310 millions de dollars en espèces à ses dirigeants au cours de l'année 2001 et WorldCom corrigeait ses comptes de 3,8 milliards de dollars. Le 21 juillet, la faillite de WorldCom était déclarée. Le 24, la Securities and Exchange Commission (SEC) portait plainte contre les dirigeants d'Adelphia, accusés d'avoir dissimulé 2,3 milliards de dollars de dettes dans des sociétés non consolidées. En août, l'ancien *Chief Executive Officer* (CEO) de ImClone était mis en examen pour délit d'initié. En septembre, c'était au tour du CEO et du *Chief Financial Officer* (CFO) de Tyco d'être mis en examen pour corruption : il leur était reproché d'avoir détourné 600 millions de dollars, dont 170 millions de prêts personnels accordés par la société. Enfin le 5 novembre 2002, Harvey L. Pitt, président de la SEC et champion du laisser-faire réglementaire, était contraint de démissionner.

Tous ces scandales se sont produits dans un contexte économique morose, très différent de l'euphorie des années 1990 : la « bulle Internet » a éclaté ; les profits boursiers ne sont plus là pour inciter les investisseurs à l'indulgence envers les dirigeants d'entreprises un peu trop désinvoltes avec les règles de l'éthique. La crise de confiance est profonde et risque de retarder le retour à la croissance. Pour tenter de la surmonter, l'Administration et le Congrès américains ne sont pas restés passifs : le *Sarbanes-Oxley Act*, signé par le président George W. Bush le 30 juillet 2002, a introduit des réformes majeures dans les domaines de la comptabilité et de

la gouvernance d'entreprise. Il constitue le plus important ensemble de mesures législatives relatives au *reporting* financier et au contrôle interne depuis le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934. De nombreuses dispositions ont suscité l'intérêt des médias et de l'opinion publique : à titre d'exemple, les directeurs généraux (CEO) et les directeurs financiers (CFO) ont désormais l'obligation de certifier par écrit non seulement que l'information financière rendue publique par leur société est complète et exacte, mais encore qu'ils ont mis en œuvre des contrôles et des procédures encadrant la publication de cette information.

Cependant pour important qu'il soit, le *Sarbanes-Oxley Act* n'est pas la seule innovation affectant la gouvernance des entreprises américaines. Tout un ensemble de textes ont été élaborés et mis en application au cours des derniers mois, notamment par la SEC et le Financial Accounting Standards Board (FASB). Le *Sarbanes-Oxley Act* s'inscrit ainsi dans un mouvement plus vaste de réforme des pratiques comptables des sociétés cotées, qui vise à un retour à la rigueur après l'exubérance des années 1990.

Au-delà des multiples conséquences pratiques de la loi dans le quotidien des entreprises, la gravité de la crise mérite que l'on s'attarde à étudier le processus par lequel les médias, le monde politique et *Corporate America* y ont réagi. Fallait-il faire confiance au jeu spontané des mécanismes d'autorégulation du marché ou choisir la voie du volontarisme législatif et réglementaire ? Les lignes qui suivent n'ont pas l'ambition de trancher ce débat théorique ; leur objectif est plus modeste : rappeler le contexte des réformes mises en œuvre par le *Sarbanes-Oxley Act*, en décrire le contenu ainsi que celui des autres changements intervenus au même moment, notamment dans le domaine des normes comptables et formuler quelques observations sur la manière dont les acteurs de l'économie américaine s'adaptent à leur nouvel environnement.



## **Une réelle crise de confiance des investisseurs américains**

Aucun des acteurs traditionnels des marchés financiers n'a été épargné par les scandales de l'année 2002. Héros déchus de la libre entreprise, les CEO occupent le premier rang au banc d'infamie. Le 24 juillet 2002, trois membres de la famille Rigas, dont John Rigas, le patriarche qui avait fondé le groupe de télécommunications Adelphia en 1952, ont été arrêtés. Ils sont accusés de fraude financière massive et surtout d'avoir « pillé » Adelphia pour leur profit personnel. Kenneth Lay, le président du courtier en énergie Enron, Jeffrey Skilling, le CEO, et Andrew Fastow, le CFO, sont rendus responsables de la disparition des milliers d'emplois du groupe et de celle, partielle ou totale, de l'épargne des actionnaires. La presse s'est plu à détailler avec une précision féroce les avantages financiers consentis, au détriment des actionnaires de la société, à Dennis Kozlowski, le CEO de Tyco : son appartement de New York à 18 millions de dollars, les 11 millions nécessaires à sa décoration et jusqu'à un rideau de douche au prix extravagant.

Mais les « pirates de la nouvelle économie » ne sont pas les seuls coupables. Les complaisances du bureau d'Arthur Andersen à Houston, chargé d'auditer les comptes d'Enron, ont causé la chute du cabinet tout entier. Ni le départ des dirigeants compromis, ni le secours de Paul Volcker, l'ancien président de la Federal Reserve (Fed), n'ont pu sauver l'un des plus prestigieux cabinets internationaux d'audit et de conseil. C'est justement ce mélange des genres entre deux fonctions très différentes, l'audit et le conseil, qui est en cause. Le cabinet est soupçonné d'avoir continué de certifier les comptes d'Enron pour ne pas perdre le flux de commissions générées par les autres services rendus au groupe : en 2000, les services d'audit rendus par Arthur Andersen à Enron ont produit 25 millions de dollars de commissions, contre 27 millions pour les services « non-audit ». Cette situation est représentative d'une évolution qui affecte l'ensemble de la profession :

en 1988, 55 % des revenus des 5 grands cabinets provenaient des services comptables et d'audit et 22 % des services de conseil. En 1999<sup>1</sup>, ces chiffres s'élevaient respectivement à 31 et 50 %.

La branche conseil des cabinets d'audit n'est pas le seul prestataire de services à avoir fait preuve d'une trop grande créativité. Les banques d'investissement sont mises en cause elles aussi pour avoir vendu aux entreprises clientes des montages financiers toujours plus inventifs et toujours plus risqués. La presse n'a pas manqué de montrer du doigt les millions de dollars de commissions gagnés par Citigroup et JPMorgan pour leurs services d'ingénierie financière auprès d'Enron.

Une autre catégorie de professionnels des banques d'investissement est vivement prise à partie : les analystes. Ils conseillent les investisseurs en émettant des recommandations – *buy*, *sell* ou *neutral*, par exemple – en conclusion des rapports de recherche publiés sur les sociétés qu'ils suivent. Ils sont supposés agir en toute indépendance à l'égard des sociétés en question<sup>2</sup>. Or l'expérience des derniers mois a montré que ce principe était loin d'être toujours respecté. Eliot Spitzer, *Attorney General* de New York, s'est illustré dans le combat judiciaire pour revenir à des pratiques plus saines. Plusieurs banques d'affaires employant des analystes ont ainsi été condamnées par les tribunaux. Le cas de Jack B. Grubman, en charge du secteur des télécommunications chez Salomon Smith Barney, est représentatif : il a maintenu sa recommandation en faveur de l'achat (*buy*) du titre WorldCom bien après que le cours se fut effondré. En septembre 2002, Salomon a dû payer une amende de 5 millions de dollars pour avoir publié des rapports de recherche ayant induit en erreur les investisseurs<sup>3</sup>. Néanmoins, J.B. Grubman a pu quitter Salomon dans des conditions financières très avantageuses<sup>4</sup>. Certains analystes, et parmi eux les stars de la profession, ont donc émis des recommandations qui ont fait

---

<sup>1</sup> Chiffres de la SEC cités par le sénateur Paul Sarbanes dans son discours du 8 juillet 2002.

<sup>2</sup> Leur indépendance doit aussi être totale à l'égard de leurs collègues de la *corporate finance*, qui peuvent être amenés à travailler sur des émissions de titres pour ces mêmes sociétés. En principe, l'existence de *chinese walls* permet de la sauvegarder (voir glossaire).

<sup>3</sup> Fin avril 2003, E. Spitzer et les principales banques d'affaires mises en cause sont parvenus à un accord se soldant, pour ces dernières, par une amende de 1,4 milliard de dollars.

<sup>4</sup> L.W. Jeter, *Disconnected, Deceit and Betrayal at WorldCom*, Hoboken (New Jersey), Wiley & Son's, Inc., 2003, p. 185.

perdre beaucoup d'argent à leurs clients. Dès lors, leur compétence et leur honnêteté sont devenues suspectes.

Quant aux agences de notation, de nombreux observateurs estiment qu'elles n'ont guère fait preuve d'une plus grande lucidité : Moody's et Standard and Poor's, qui constituent un quasi-duopole, et Fitch qui, aux Etats-Unis, détient une part de marché plus modeste, ont été accusées d'avoir réagi avec une extrême lenteur à la dégradation de la situation financière de certaines grandes sociétés, tout particulièrement de celle d'Enron qui n'a été classée *below investment grade* que le 28 novembre 2001, quatre jours avant que la faillite ne soit déclarée. Or leur intime connaissance de la réalité financière des entreprises notées aurait dû leur permettre de mieux anticiper ces événements.

S'il n'est plus possible de se fier aux CEO, aux auditeurs, aux analystes, aux banquiers d'affaires, et jusqu'aux stars de la télévision<sup>5</sup>, alors à quel saint vouer le marché ? Jamais à cours d'imagination, l'Amérique s'est découvert un nouvel intercesseur, le *whistle-blower*. A la fin 2002, *Time Magazine* a nommé Sherron Watkins, Coleen Rowley et Cynthia Cooper « personnes de l'année ». Les trois femmes ont été consacrées *whistle-blowers*, celles qui ont « sifflé l'alarme ». Si Coleen Rowley est l'officier du bureau du Federal Bureau of Investigations (FBI) à Minneapolis qui a alerté sa hiérarchie sur les activités de Zacarias Moussaoui avant les attentats du 11 septembre 2001, les deux autres se sont illustrées dans le domaine de la libre entreprise. Sherron Watkins est cette vice-présidente d'Enron qui, au cours de l'été 2001, a écrit au président Kenneth Lay pour l'avertir des pratiques comptables douteuses de son groupe. En juin, Cynthia Cooper a informé le conseil d'administration de WorldCom des pertes de 3,8 milliards de dollars dissimulées par la comptabilité de la société. Selon *Time Magazine*, qui est allé jusqu'à comparer leur courage à celui des héroïques pompiers de New York, S.

---

<sup>5</sup> M. Stewart elle-même a été mise en cause pour avoir vendu des actions ImClone juste avant que ne soit annoncée publiquement la décision de l'Administration de ne pas autoriser la distribution du principal produit de la société, causant ainsi l'effondrement de ses cours. Début juin 2003, la condamnation à une lourde peine de prison de l'ancien CEO d'ImClone a relancé les spéculations de la presse au sujet de l'avenir de la star déchue.

Watkins et C. Cooper n'ont pas hésité à risquer leur carrière au nom de l'intégrité professionnelle.

La crise de confiance est donc bien réelle. Les premières victimes sont les salariés des sociétés déchues, licenciés par milliers. Ils sont doublement touchés car leurs fonds de pension sont affectés par l'effondrement du cours des titres de leur ex-employeur. Mais l'onde de choc est ressentie par tous les propriétaires de ces titres, au premier rang desquels les banques créditrices, dont le cours en bourse a accusé l'« effet Enron ». L'impact sur les marchés financiers est donc à la fois profond et durable.

## Les irrégularités comptables révélées par les affaires

L'affaire Enron<sup>6</sup>, dans tous ses développements, est une sorte d'anthologie des irrégularités comptables que de trop nombreux acteurs des marchés financiers américains ont acceptées avec complaisance au cours des dernières années. Financements non consolidés alors qu'ils auraient dû l'être, conflits d'intérêts, profits gonflés artificiellement, violations des principes du code d'éthique, rien ne paraît manquer à la liste.

C'est ainsi que les *Special Purpose Entities* (SPE), entités juridiques qui ne font pas partie du périmètre de consolidation des sociétés, ont connu leur heure de gloire dans les médias. Enron en a utilisé une multitude dans le cadre de plusieurs opérations douteuses. Il s'agissait le plus souvent de *partnerships* domiciliés dans des paradis fiscaux comme les îles Caïmans. Andrew Fastow, le CFO d'Enron, en était le *General Partner* et en assurait la direction, ce qui lui permettait de percevoir à titre personnel d'importantes commissions. L'un de ces SPE, étudié en détail par le Subcommittee on Oversight and Investigations du Congrès dans sa session du 14 mars 2002, donne une assez bonne idée de leur fonctionnement.

---

<sup>6</sup> Enron a inspiré de nombreux auteurs dont le succès de librairie témoigne de l'intérêt du public pour l'affaire. On peut citer notamment, sans prétendre à l'exhaustivité: *Anatomy of Greed, The Unshredded Truth from an Enron Insider*, par B. Cruver (New York, Carroll & Graf Publishers, 2002, 366 p.), *Pipe Dreams, Greed, Ego and the Death of Enron*, par R. Bryce (New York, PublicAffairs, 2002, 394 p.), *Enron, The Rise and Fall*, par L. Fox (Hoboken, John Wiley & Sons, Inc., 2003, 370 p.). En mars 2003, S. Watkins a signé, avec la collaboration de la journaliste M. Swartz, son très attendu compte-rendu de l'affaire, dans *Power Failure, The Inside Story of the Collapse of Enron* (New York, Doubleday, 2003, 386 p.). D'autres chutes retentissantes ont fait l'objet de monographies grand-public. A titre d'exemple, *Disconnected, Deceit and Betrayal at WorldCom*, par L.W. Jeter (Hoboken, John Wiley & Sons, Inc., 2003, 248 p.) ou encore *Final Accounting, Ambition, Greed and the Fall of Arthur Andersen*, par B.L. Toffler et J. Reingold (New York, Broadway Books, 2003, 273 p.). Pour une vue d'ensemble, on peut se reporter à J. Nofsinger et K. Smith, *Infectious Greed, Restoring Confidence in America's Companies*, Upper Saddle River (New Jersey), Financial Times/Prentice Hall, 2003, 277 p.).

Enron avait investi dans une société d'Internet, Rythms, dont les titres avaient connu une progression spectaculaire, lui permettant de réaliser une plus-value estimée début 1999 à environ 300 millions de dollars. Les titres étant reconnus en valeur de marché à l'actif du bilan d'Enron, ce profit était susceptible de disparaître si les cours de Rythms s'effondraient. En raison de restrictions réglementaires, Enron n'était pas autorisé à vendre ses actions Rythms immédiatement. Pour protéger ses gains, le groupe pouvait acheter une option de vente des titres (*put*) à un prix d'exercice établi préalablement. Or aucune contrepartie indépendante n'aurait été prête à garantir ainsi le cours d'actions extrêmement peu liquides, volatiles et par conséquent extrêmement risquées. En juin 1999, un SPE fut donc créé spécialement à cet effet, sous le nom de LJM<sup>7</sup>. LJM s'engagea à couvrir le risque des actions Rythms en vendant à Enron un *put* à cinq ans avec un prix d'exercice de 56 dollars par action. Pour pouvoir assumer ses engagements, LJM reçut 3,4 millions d'actions Enron. Le montage n'était pas viable économiquement, car, si les cours de Rythms et d'Enron chutaient simultanément, le SPE risquait de se trouver dans l'incapacité de faire face à ses engagements au titre du *put*. Cela revenait, pour Enron, à se garantir lui-même. Pourtant le cabinet Arthur Andersen, auditeur d'Enron, accepta le schéma qui lui fut présenté par Fastow. Le conseil d'administration, consulté lui aussi en juin 1999, leva les dispositions du code d'éthique qui interdisait à Fastow d'agir en tant que *General Partner* de LJM<sup>8</sup>. Enron put ainsi gonfler artificiellement ses profits de l'année 1999.

Mais l'utilisation systématique des SPE ne s'arrêta pas là. Enron s'en servit aussi pour dissimuler l'ampleur de son endettement. Comme de nombreuses sociétés du secteur de l'énergie, Enron était autorisé à reconnaître des revenus futurs dérivés de contrats « prépayés » dans lesquels l'acheteur paye d'avance des marchandises – pétrole, gaz ou électricité – qui lui seront livrées à une date ultérieure, parfois sur plusieurs années. Bien que légale dans le cadre des contrats de fourniture d'énergie, cette pratique fut utilisée agressivement dans plusieurs autres domaines.

---

<sup>7</sup> Comme la presse s'est plu à le rapporter, les initiales LJM avaient été choisies parce qu'elles étaient celles de la femme et des enfants d'A. Fastow.

<sup>8</sup> Son rôle dans la mise en place et la gestion des SPE a permis à Fastow de s'enrichir considérablement – selon un rapport d'investigation publié le 7 mars 2003, ces sommes auraient atteint jusqu'à 60,6 millions de dollars.

Des actifs d'Enron furent ainsi vendus à des SPE contrôlées par Fastow, autorisant le groupe à reconnaître un profit immédiat. Bien entendu, l'endettement contracté par ces SPE dans le cadre de ces arrangements n'apparaissait pas dans les comptes consolidés du groupe. Ce montage a permis à Enron de gonfler artificiellement ses profits et de dissimuler une part importante de ses dettes : pour l'année 2000, les profits opérationnels réels étaient inférieurs de 50 % au montant déclaré dans ses états financiers, et l'endettement total réel, supérieur de 40 %.

Un tel écart entre l'image comptable et la réalité économique ne laissait pas tout le monde indifférent. Dans un mémo daté du mois d'août 2001, Sherron Watkins, vice-président au sein de la direction financière d'Enron, informa le président Kenneth Lay du risque d'implosion présenté par l'échafaudage de plus en plus fragile des SPE. Le cabinet d'avocats Vinson & Elkins fut chargé d'enquêter sur la base de ces allégations. S. Watkins s'opposa à cette sélection, car le cabinet avait été retenu comme conseil juridique dans le montage d'un certain nombre de SPE. Lay passa outre à cette objection. Le rapport préliminaire publié par Vinson & Enkins le 21 septembre s'abstint de porter un jugement sur les pratiques comptables de Fastow. La lettre de S. Watkins ne produisit donc aucun résultat concret – sinon d'attirer sur elle l'attention de ses supérieurs hiérarchiques, qui envisagèrent de la licencier et demandèrent même à ce sujet l'avis de... Vinson & Elkins. Elle fut finalement mutée dans un autre service. Son témoignage devant un comité du Congrès, quelques mois plus tard, lui valut l'admiration des médias et la satisfaction, sans doute amère, de voir sa lucidité et son courage reconnus par certains de ses anciens collègues.

Mises en lumière dans leurs moindres détails lors des auditions du Congrès, les pratiques qui avaient cours au sein de la direction financière d'Enron étaient contraires à l'orthodoxie comptable à plusieurs titres. En utilisant des entités hors bilan, le groupe a réalisé des profits fictifs. L'endettement et les engagements contractés à travers ces entités n'ont pas été reportés dans les états financiers consolidés. En conséquence, les informations financières publiées à destination des

marchés financiers étaient loin de donner une « image fidèle » de la situation financière réelle du groupe.

La chute d'Enron a suscité une réflexion de fond sur le danger d'échec systémique des mécanismes d'autorégulation des différentes catégories d'intervenants, dirigeants, membres du conseil d'administration, auditeurs, comptables, juristes, banquiers. Elle a aussi mis en lumière les dysfonctionnements du contrôle interne, en particulier les rapports de force qui réduisent les *whistle-blowers* au silence. Si les dirigeants de WorldCom ou d'Adelphia n'ont pas eu l'imagination créatrice de ceux d'Enron, les autres scandales de l'année 2002, par leur nombre et leur ampleur, ont pu donner le sentiment que la réputation de transparence des marchés financiers américains était, sinon usurpée, du moins très exagérée.



## Une loi pour restaurer la confiance

Dans ce contexte, le Congrès a éprouvé la nécessité d'agir pour restaurer la confiance. La loi signée par le président en juillet 2002 – officiellement *Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act* – est connue sous le nom de ses deux promoteurs au Congrès. Paul S. Sarbanes, sénateur démocrate du Maryland depuis 1977, est aujourd'hui *Ranking Member* – c'est-à-dire le plus *Senior* des membres issus de la minorité démocrate – du comité chargé des affaires bancaires, le Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee. Au moment de la signature de la loi qui porte son nom, avant que les élections de novembre 2002 ne renversent la majorité, il en était le président. Michael G. Oxley, représentant républicain de l'Ohio depuis 1981, préside quant à lui le comité de la Chambre des représentants sur les services financiers, le House Committee on Financial Services.

La loi, préparée sous le patronage de deux vétérans du Congrès, un démocrate et un républicain, bénéficie donc en apparence d'un large support bipartisan, dans la grande tradition parlementaire américaine. Son élaboration, pourtant, ne s'est pas faite dans l'unanimité, et des considérations de politique conjoncturelle ne sont pas étrangères à son adoption au cours de l'été.

Si Enron avait sensibilisé certains membres du Congrès à la nécessité d'agir pour restaurer la confiance, ce fut sans doute WorldCom, quelques mois plus tard, qui fit pencher la balance du côté des partisans de la réforme. Un premier projet de loi présenté par Michael Oxley avait été voté par la Chambre des représentants le 24 avril 2002. Cependant le texte final reprend essentiellement les dispositions, plus restrictives, d'un document présenté début avril par le sénateur Sarbanes devant le Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee. Les débats du Congrès se

sont étendus sur plusieurs semaines. Le comité du Sénat y a consacré une dizaine de sessions, recevant les contributions de nombreux experts : l'ancien président de la Fed, Paul Volcker, d'anciens et actuel présidents de la SEC, d'universitaires, représentants des cabinets d'audit et des grandes sociétés américaines.

Le projet de loi a été adopté séparément par les deux chambres du Congrès en juillet. Dans un discours prononcé au Sénat le 8, Paul Sarbanes en énonçait les objectifs : « Cette législation est conçue pour traiter les faiblesses systémiques et structurelles qui, je pense, ont été mises en lumière au cours des derniers mois et qui montrent un échec de l'audit et un effondrement du sens des responsabilités des entreprises et des banques d'affaires. » La loi fut signée par le président le 30 juillet. L'exécutif républicain avait d'abord regardé avec méfiance l'initiative des parlementaires. La conversion tardive de l'administration est bien le signe qu'une action publique était devenue indispensable pour rétablir la confiance dans le bon fonctionnement des marchés financiers. Le discours du président le 9 juillet à Wall Street, avec ses admonestations moralisatrices et ses menaces de prison pour les dirigeants délinquants, avait déçu. La presse avait à nouveau évoqué les conditions dans lesquelles, bien avant son arrivée à la Maison-Blanche, George W. Bush avait vendu les actions de la société Harken Energy juste avant l'effondrement de leur cours. Le paraphe apposé au bas du *Sarbanes-Oxley Act* venait donc opportunément rappeler à l'investisseur-électeur que le président n'était pas indifférent à ses malheurs boursiers.

Dans son discours prononcé à l'occasion de la cérémonie de signature, le président insistait sur la nécessité d'un retour à la morale, dans le style qui est le sien : « Faire prendre des risques à un investisseur en le trompant, cela s'appelle du vol. Les dirigeants des entreprises doivent comprendre le scepticisme éprouvé par les Américains et prendre des mesures pour définir des critères clairs du bien et du mal. Ceux qui enfreignent les règles salissent un grand système économique qui offre des opportunités à tous. » Il poursuivait en mettant l'accent sur les aspects répressifs de la loi : « Plus d'argent facile pour les criminels d'entreprise, mais des temps difficiles. »

Une fois la loi signée, certaines de ses provisions sont entrées en application immédiatement, d'autres à la fin du mois d'août. La mise en œuvre des dernières a été confiée à la SEC, qui a reçu mission de les traduire en une série de textes réglementaires à publier au cours des mois suivants. L'activité législative a continué dans des domaines plus spécifiques. Michael Oxley a ainsi récemment demandé au General Accounting Office (GAO<sup>9</sup>) de préparer un rapport sur les commissions des fonds mutuels (*mutual fund fees*). L'objectif est notamment d'étudier la transparence de ces commissions, les conditions dans lesquelles les ordres de bourse sont dirigés de manière préférentielle sur certains courtiers, etc. Dans un discours prononcé le 15 janvier, ce dernier plaçait sa proposition dans la ligne tracée par la loi qui porte son nom : « Il s'agit d'un effort de bon sens pour restaurer la confiance des investisseurs, dans l'esprit des réformes mises en œuvre par le *Sarbanes-Oxley Act* de l'année dernière. » Bien que cette proposition du représentant Oxley ne soit pas d'une ampleur comparable à celle de la loi signée durant l'été 2002, elle témoigne du souci des législateurs américains de poursuivre leur action dans le domaine de la réglementation financière.

Mais le débat politique n'a pas pris fin le jour de la signature de la loi. Les démocrates exigeaient depuis longtemps le départ du président de la SEC, Harvey Pitt. Le 25 octobre, la Commission annonçait la composition du Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), organe de surveillance des cabinets d'audit institué par la loi. Ses cinq membres étaient présentés comme des modèles de compétence et d'intégrité. Le juge William H. Webster, *Partner* du cabinet d'avocats Milbank Tweed, ancien directeur du FBI et de la Central Intelligence Agency (CIA), expert souvent appelé à participer ou à diriger des missions d'enquête sur des sujets sensibles<sup>10</sup>, devait en être le premier président. La presse révéla bientôt que Webster avait siégé au comité d'audit de US Technologies, une société accusée d'avoir présenté des informations financières incorrectes. Comment lui faire confiance pour diriger le conseil chargé de réformer et de surveiller la profession

---

<sup>9</sup> Le US General Accounting Office est une agence dépendant du Congrès dont la mission est de surveiller la manière dont le gouvernement fédéral « dépense les dollars du contribuable américain ».

<sup>10</sup> Notamment lors des émeutes de Los Angeles au début des années 1990.

comptable ? Webster dut démissionner. En novembre, George W. Bush saisit l'opportunité présentée par la victoire républicaine aux élections de mi-mandat pour remplacer Harvey Pitt, démissionnaire le 5 novembre, par William H. Donaldson, dans le cadre d'un vaste mouvement de changements aux postes économiques et financiers les plus élevés de l'administration. Depuis son entrée en fonction, le nouveau président de la SEC a proclamé à plusieurs reprises sa volonté de restaurer la confiance des investisseurs, et ses déclarations semblent prises au sérieux par la presse. Son premier succès a été de convaincre le très respecté William J. McDonough, président de la New York Federal Reserve, d'accepter de diriger le PCAOB. Annoncée en avril, cette nomination devait devenir effective à la mi-juin.

## Les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act

La législation américaine sur les sociétés cotées en bourse n'est pas récente. La création de la SEC en 1934 répondait à un souci analogue de restaurer la confiance des investisseurs, ébranlée par la crise boursière de 1929. Le *Securities Act* de 1933, le *Securities Exchange Act* de 1934, le *Trust Indenture Act* de 1939 et l'*Investment Company Act* de 1940 datent de l'Administration Roosevelt. Le *Securities Act*, en particulier, précise que les informations diffusées lors d'une émission de titres, notamment les états financiers de la société émettrice, ne doivent être ni frauduleuses ni trompeuses.

Le *Sarbanes-Oxley Act* s'inscrit donc dans une tradition ancienne<sup>11</sup>. Il vise à réformer en profondeur la gouvernance des entreprises en instituant un organe de surveillance des sociétés d'audit, en renforçant l'indépendance des auditeurs, en les rendant plus responsables, et en améliorant la qualité de l'information financière mise à la disposition du public.

La loi établit tout d'abord le PCAOB, dont les cinq membres sont nommés par la SEC, en consultation avec le président de la Fed et le secrétaire au Trésor. Deux de ses membres doivent être des experts comptables certifiés (*Certified Public Accountants* ou CPA). Pour garantir leur indépendance, la loi stipule qu'ils ne

---

<sup>11</sup> En plus du texte de la loi elle-même, (« An act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes »), on peut se référer à plusieurs articles qui en décrivent les principales dispositions. Parmi les sources utilisées pour la rédaction de cet article, le résumé paru dans le bulletin de septembre-octobre 2002 de l'Association of Investment Management Research (« Sweeping Legislation Changes Corporate and Accounting Landscape », *AIMR Advocate*, vol. 7, n° 5, *Sarbanes-Oxley Act of 2002*) en constitue notamment une très bonne synthèse.

doivent recevoir aucune rémunération en provenance d'une société d'audit. Les cinq membres du PCAOB devaient être nommés par la SEC avant le 28 octobre 2002<sup>12</sup>.

Chargé de superviser les auditeurs des sociétés cotées, le PCAOB exerce son autorité dans plusieurs domaines :

- il enregistre les auditeurs qui préparent les rapports d'audit pour les émetteurs ;
- il définit des standards d'audit, d'éthique et de contrôle de qualité ;
- il inspecte les activités des sociétés d'audit ;
- il enquête sur les violations potentielles des lois sur les marchés et des standards professionnels d'audit ;
- il s'assure de l'application de sa propre réglementation.

Mais le *Sarbanes-Oxley Act* ne se contente pas d'instituer un organe de surveillance à l'échelle de la profession. Il s'attache aussi à réformer le fonctionnement interne des sociétés cotées en bourse, en modifiant la composition et le fonctionnement de leurs comités d'audit. Ces comités doivent être composés de *Directors* ne recevant aucune rémunération en provenance de sociétés d'audit ; trois au moins de ces *Directors* doivent être indépendants ; un au moins doit être un *Financial Expert*, notion que la SEC était chargée de définir.

Le rôle des comités consiste désormais à superviser le travail effectué par les cabinets d'audit, à établir des procédures pour instruire les plaintes relatives au contrôle interne de la société et à résoudre les conflits éventuels entre les auditeurs et le management de la société.

La loi interdit aux cabinets qui auditent les comptes d'un émetteur de fournir, en même temps, des services d'une autre nature. Ces services prohibés incluent notamment la tenue des comptes de la société, le management ou la gestion de ses ressources humaines, les services de courtage, de conseil en investissement ou d'*investment banking*, les services d'évaluation, le conseil en systèmes

---

<sup>12</sup> Il a déjà été fait allusion aux difficultés rencontrées par la SEC pour sélectionner le président du PCAOB.

d'information. Les autres types de services, s'ils ne sont pas prohibés a priori, doivent néanmoins être approuvés par le comité.

Innovation qui a eu un grand écho médiatique, le CEO et le CFO des sociétés cotées doivent désormais certifier par écrit, en y apposant leur signature, les rapports annuels et trimestriels. Plus précisément, ils doivent certifier non seulement l'exactitude des états financiers et de l'information financière publiés par leur société, mais encore que les procédures de *reporting* et les contrôles internes ont été définis et sont mis en place, et que toute information financière matérielle est bien portée à leur connaissance. Enfin ils doivent identifier, le cas échéant, les faiblesses matérielles de ce *reporting*. En cas de violation de ces obligations, les peines prévues par la loi sont lourdes : 1 million de dollars et 10 ans d'emprisonnement en cas de violation consciente (*knowingly*) de ces obligations, 5 millions de dollars et 20 ans en cas de violation volontaire (*willfully*). Ces dispositions sont entrées en vigueur immédiatement.

Elle aussi d'application immédiate, une des dispositions de la loi stipule que les procédures d'instruction des plaintes relatives au contrôle interne doivent garantir l'anonymat des salariés qui portent à la connaissance du comité d'audit d'éventuelles irrégularités comptables. Par ailleurs, elle institue des peines très lourdes pour quiconque exercerait volontairement des représailles, un licenciement par exemple, à l'encontre d'un salarié ayant communiqué des informations à la justice. Ces dispositions visent à protéger les *whistle-blowers* dont le rôle s'est avéré si important dans les affaires Enron et WorldCom.

L'activité boursière des membres du conseil d'administration et des dirigeants des sociétés cotées est strictement encadrée. Ceux-ci voient leur capacité d'émettre des ordres en bourse restreinte lors des périodes de *blackout* pour les fonds de pension et doivent déclarer, dans leurs rapports annuels et trimestriels, s'ils ont adopté un code d'éthique pour certaines catégories d'employés, notamment les principaux cadres de leur direction financière, et, le cas échéant, expliquer pourquoi ils ne l'ont pas fait. Si une société émettrice est amenée à corriger ses états financiers à la

suite d'une violation matérielle, le CEO et le CFO doivent rembourser personnellement les rémunérations et profits perçus au cours de la période de 12 mois qui suit l'émission ou la publication du document non conforme.

Dans le domaine de la comptabilité, les rapports annuels des sociétés doivent déclarer toutes les opérations hors bilan d'importance significative, ainsi que les relations avec des entités non consolidées qui pourraient à l'avenir avoir un impact financier matériel. Ils doivent aussi inclure un rapport sur le contrôle interne.

La loi inclut d'autres dispositions, notamment dans les domaines suivants :

- rotation des *Partners* des sociétés d'audit tous les cinq ans ;
- interdiction des prêts personnels aux dirigeants de l'entreprise ;
- déclaration des transactions de bourse effectuées par les membres du conseil d'administration, les cadres et les propriétaires de plus de 10 % des actions de la société ;
- aggravation des peines associées aux violations de la loi.

Avec quelques adaptations mineures, la loi s'applique bien sûr aux sociétés étrangères dont les titres sont cotés sur les marchés américains.



**Les textes d'application de la Securities and Exchange Commission  
et les nouvelles normes comptables édictées  
par le Financial Accounting Standards Board**

De nombreuses dispositions de la loi donnaient instruction à la SEC d'émettre de nouvelles réglementations. Ces instructions étaient assorties de dates limites. La SEC avait ainsi quelques mois pour adopter des règles définitives au sujet des comités d'audit (avant le 26 avril 2003), au sujet des autorisations relatives aux services de conseil rendus par les sociétés d'audit (avant le 26 janvier 2003), et pour définir la notion d'« expert financier » au sein des comités d'audit (avant le 26 janvier 2003). Dans l'ensemble, ce calendrier a été respecté. A la fin du premier trimestre de l'année 2003, la plupart des dispositions du *Sarbanes-Oxley Act* sont entrées en vigueur, à cette réserve près que certaines nouvelles obligations déclaratives, notamment celles qui portent sur les entités hors bilan, concernent l'exercice se terminant le 15 juin et ne seront donc « visibles » dans les états financiers des entreprises qu'après cette date.

La notion d'« expert financier » au sein des comités d'audit avait suscité beaucoup de commentaires lors du vote de la loi. Sa définition a été formulée dans un texte adopté par la SEC le 15 janvier 2003 : l'« expert financier » doit être capable de comprendre le rôle des comités d'audit, les procédures du contrôle interne et de *reporting*, les états financiers et les principes comptables ; il doit pouvoir porter un jugement sur l'application de ces derniers et avoir une expérience préalable dans le domaine de la préparation, de l'audit ou de l'analyse des états financiers. La SEC va jusqu'à préciser les conditions dans lesquelles cette expérience doit avoir été acquise – le fait d'avoir siégé dans un comité d'audit par le passé ne constitue pas nécessairement une expérience suffisante pour y demeurer en tant qu'« expert ».

Alors que la SEC déclinait les dispositions générales du *Sarbanes-Oxley Act* dans une série de textes d'application, un domaine laissé de côté par la loi faisait l'objet d'une réforme profonde dont l'origine peut être attribuée à l'« effet Enron » : les normes comptables. La comptabilité des sociétés américaines est régie par un ensemble de normes connues sous le nom de US GAAP, les *United States Generally Accepted Accounting Principles*. Les US GAAP sont du ressort exclusif du FASB, un organisme rattaché à la SEC depuis sa création en 1973. Sa mission est de définir des standards de comptabilité et de *reporting* financier dans l'intérêt de l'ensemble des utilisateurs de l'information financière, investisseurs et créiteurs. Le FASB est en principe indépendant, mais il est parfois accusé de ne pas être insensible aux pressions politiques, ainsi lorsqu'il s'est abstenu, dans les années 1990, d'édicter de nouvelles règles, plus contraignantes, au sujet des stock-options. La critique la plus fréquemment adressée au FASB est d'être trop lent à s'adapter au changement et de publier des normes beaucoup trop complexes.

Au fur et à mesure que les mécanismes de la « comptabilité créative » d'Enron étaient dévoilés dans la presse et portés à la connaissance du public, le FASB a dû prendre conscience de la nécessité de réformer les normes s'appliquant aux financements hors bilan et aux SPE. Aux Etats-Unis, le régime général de consolidation est défini par un texte datant de 1959, ARB 51<sup>13</sup>. Ce texte applique le principe selon lequel le contrôle d'une entité est exercé par le détenteur d'une majorité des actions assorties d'un droit de vote : si une filiale est détenue à plus de 50 % par sa maison-mère, elle doit donc être consolidée sur le bilan de cette dernière. Des textes plus récents étaient venus préciser cette règle générale<sup>14</sup>. Ils instauraient une exception pour une catégorie spécifique, les *Qualifying Special Purpose Entities* (QSPE). Ces QSPE étaient définies comme des entités dont le contrôle n'était pas assuré par un vote de la majorité des propriétaires des fonds propres. Le contrôle de la QSPE pouvait être exercé par un ou plusieurs sponsors lui apportant un support financier. C'était à l'apporteur du plus grand support,

---

<sup>13</sup> *Accounting Research Bulletin n° 51, Consolidated Financial Statements*, connu sous le nom d'ARB 51.

<sup>14</sup> *FAS 94, Consolidation of All Majority-Owned Subsidiaries*, et *FAS 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*.

principal bénéficiaire de la QSPE, de consolider ce dernier sur son bilan. A contrario, pour que le sponsor ne consolide pas la QSPE, il lui fallait démontrer qu'il n'en était pas le principal bénéficiaire et n'en exerçait pas le contrôle. Concrètement, au-dessus d'un seuil minimum de 3 % de fonds propres, les QSPE ne devaient pas être consolidées sur le bilan du sponsor. Le minimum de 3 % était supposé suffisant pour assurer l'indépendance financière, présente et future, de l'entité. Or ces normes comptables se sont avérées inefficaces pour empêcher Enron de recourir massivement aux SPE et dissimuler ainsi, dans des entités hors bilan, une part importante de son endettement. Une réforme de leur statut a donc paru nécessaire.

Mais, en s'attaquant au statut des QSPE, le FASB risquait de faire plusieurs victimes collatérales. De nombreuses entités sont en effet structurées comme des QSPE de manière parfaitement légitime. C'est en particulier le cas des véhicules de titrisation qui, aux Etats-Unis, jouent un rôle essentiel dans le financement des entreprises industrielles et des institutions financières. Une entreprise peut ainsi vendre à un conduit de papier commercial (*Asset Backed Commercial Paper Conduit, ABCP Conduit*) créé spécialement à cet effet tout ou partie de son poste de créances commerciales existantes et futures. Ce conduit se finance à court terme sur le marché du papier commercial, à un coût beaucoup moins élevé que celui d'un crédit bancaire classique. Dans la plupart des cas, une banque assure la gestion de ces conduits, qui ne sont pas autonomes dans leurs décisions. L'entreprise cédante réduit ainsi la taille de son bilan et s'assure d'une source de financement à bon marché. La banque sponsor conserve son rôle d'analyse et de décision dans le processus de crédit, mais le financement n'apparaît pas sur son bilan.

Les conduits ne sont pas les seuls véhicules de titrisation qui ont pu se développer en s'accommodant des contraintes du régime des QSPE. La plupart des *Collateralized Debt Obligations* (CDO), qui sont des véhicules d'investissement indépendants jouant un rôle majeur sur le marché des prêts bancaires, ont des fonds propres supérieurs à 3 %. Leur sponsor détient souvent moins de 50 % de ces fonds propres et la gestion en est assurée par une société de services spécialisée,

filiale du sponsor, dont les droits sont strictement limités dès lors qu'il s'agit de prendre des décisions déterminantes pour la vie de la CDO<sup>15</sup>.

L'impact de normes comptables trop restrictives risque donc d'être sévère sur des marchés organisés précisément pour assurer un financement déconsolidé à leurs intervenants. Les premières propositions, émises par le FASB fin juin 2002<sup>16</sup>, ont suscité un vif débat dans les milieux professionnels concernés, qui avaient jusqu'au 30 août pour formuler leur réponse. De nombreux acteurs, juristes, banquiers, analystes des agences de notation notamment, évoquant le risque d'une disparition pure et simple de pans entiers du marché de la titrisation, ont accusé le FASB de réagir maladroitement aux pressions du Congrès soucieux de rassurer à tout prix les investisseurs.

Le texte final, publié le 17 janvier 2003, est connu sous le nom de *FIN 46 (FASB Interpretation Number 46)*. Il tient compte, en partie, des débats qui ont suivi la publication du projet initial. *FIN 46* abandonne la notion de QSPE. Il définit un nouveau type d'entité, les *Variable Interest Entities (VIE)* et précise dans quelles conditions ils doivent être consolidés. Il s'agit tout d'abord de savoir si une entité est bien une VIE, et ensuite d'identifier son principal bénéficiaire, qui devra le consolider sur son bilan.

Si une entité présente l'un des critères suivants, alors elle entre dans la catégorie des VIE :

– les fonds propres de l'entité ne sont pas suffisants pour financer ses activités sans recourir à une injection de fonds propres supplémentaires. Concrètement, ce critère est mesuré par un seuil minimum de 10 % de fonds propres, nettement supérieur au minimum de 3 % retenu par les anciennes normes comptables ;

---

<sup>15</sup> Par exemple, un remboursement anticipé des CDO ou un changement de la société de gestion : ces décisions sont prises par un vote des investisseurs auquel la société de gestion, filiale du *sponsor*, n'est pas autorisée à participer.

<sup>16</sup> *Exposure Draft – Proposed Interpretation – Consolidation of Certain Special Purpose Entities*, document daté du 28 juin 2002.

– collectivement, les propriétaires des fonds propres<sup>17</sup> ne détiennent pas de droits de vote leur permettant de prendre des décisions au sujet des activités de l'entité, n'ont pas l'obligation d'absorber une perte éventuelle de l'entité et ne reçoivent pas les profits résiduels éventuels de l'entité.

Une fois qu'il a été établi qu'une entité est une VIE, par opposition à une *Voting Interest Entity* toujours régie par la règle des 50 %, son bénéficiaire principal doit être identifié. Il s'agit de l'entité qui absorbe la majorité des pertes anticipées et reçoit une majorité des profits résiduels. C'est à elle de consolider la VIE sur son bilan.

Le texte énumère un certain nombre d'exceptions aux règles générales, et surtout assortit le seuil minimum de 10 % de fonds propres d'une précision très importante : s'il est démontré, au moyen d'un modèle quantitatif, que le pourcentage de fonds propres est supérieur au montant anticipé des pertes futures (*expected loss*), l'entité n'est pas une VIE mais une *Voting Interest Entity* qui sera consolidée sur le bilan du détenteur de la majorité de ces fonds propres. Cette exception tient compte des arguments avancés par les professionnels de la titrisation lors de la phase de consultation qui a suivi la publication du projet initial du FASB. Le passif du bilan de certains véhicules de titrisation, notamment celui de la plupart des CDO, est en effet structuré de manière à ce que le pourcentage de fonds propres, généralement inférieur à 10 %, soit néanmoins supérieur à la perte anticipée, calculée sur la base des caractéristiques de l'actif en termes de risque de crédit, de maturité, de rentabilité et de diversification. Il est donc raisonnable de penser que beaucoup de CDO ne seront pas qualifiées de VIE et n'auront pas à être consolidées.

---

<sup>17</sup> Les propriétaires des fonds propres ne sont pas nécessairement des actionnaires au sens juridique précis du terme, puisque ces entités sont souvent des *Partnerships* avec un *General Partner*, un ou plusieurs *Limited Partners* dont la participation est minimale, et des investisseurs qui achètent des *Subordinated Certificates* dont le traitement comptable et la réalité économique sont similaires à ceux du capital d'une société « normale ». Ce sont ces derniers auxquels s'intéresse le *FIN 46*.

## L'adaptation des entreprises américaines à leur nouvel environnement

Paradoxalement, l'impact des nouvelles normes comptables, dont les ambitions sont plus modestes que celles de la grande réforme de la gouvernance d'entreprise votée par le Congrès, se révèle beaucoup plus direct. L'application de *FIN 46* a été immédiate pour les VIE créées après le 31 janvier 2003. Pour celles dont la création est antérieure, les nouvelles règles sont entrées en vigueur à partir du 15 juin 2003. Les différentes parties concernées en sont donc encore au stade de l'analyse et de l'interprétation<sup>18</sup>. A court terme, les conduits de papier commercial sont les plus touchés. La reconsolidation de leurs encours aurait un impact considérable sur la taille du bilan et les ratios financiers des banques américaines sponsors de ces conduits. Les montants en jeu sont en effet énormes : le marché des conduits de papier commercial approche 700 milliards de dollars d'encours totaux, et les premières banques américaines actives dans ce domaine (Citigroup, Bank of America, Bank One) pourraient avoir à reconsolider chacune plusieurs dizaines de milliards de dollars d'encours de papier commercial. A ce stade, les banques n'ont pas encore arrêté une position définitive et poursuivent leurs discussions avec le FASB et les cabinets d'audit. Mais ce climat d'incertitude s'est déjà traduit par un ralentissement significatif de l'activité. Comme ces conduits sont de gros acheteurs de titres obligataires émis par les CDO, la demande pour ce type de papier en est affectée à son tour. Les banques étrangères, européennes notamment, qui ne sont pas soumises à *FIN 46*, bénéficient ainsi d'un avantage comparatif non négligeable. Il y a là, du point de vue des institutions financières américaines, un effet pervers dont les conséquences à moyen terme restent à mesurer.

---

<sup>18</sup> Début octobre 2003, le FASB décidait de reporter la date d'entrée en vigueur de *FIN 46* pour les VIE qui existaient avant février 2003. Dans un communiqué daté du 9 octobre, le FASB reconnaissait qu'« un délai supplémentaire est nécessaire pour permettre aux sociétés et à leurs auditeurs de finir l'évaluation des VIE existantes et de déterminer celles qui doivent être comprises dans le périmètre de consolidation ».

L'effet du *Sarbanes-Oxley Act* est sans doute à la fois plus profond et moins visible à court terme. Certes les entreprises américaines ont dû immédiatement se mettre en conformité avec leurs nouvelles obligations. Elles ont réagi en créant rapidement des comités d'audit qualifiés et indépendants, en instituant un *reporting* immédiat des ordres de bourse passés par les membres de leur conseil d'administration et par certaines catégories de salariés, en établissant et en documentant des procédures de contrôle interne, et en permettant l'audit de ces procédures. Dans un article paru le 17 mars 2003<sup>19</sup>, *BusinessWeek* a tenté de faire le point sur les conséquences du nouvel environnement juridique pour les directeurs financiers des grandes entreprises américaines. Le magazine insiste sur la considérable charge de travail supplémentaire représentée par leurs nouvelles obligations déclaratives et sur les conséquences financières sévères auxquelles ils sont désormais exposés à titre personnel. Selon une enquête d'opinion commanditée par le magazine et réalisée auprès de 214 CFO et de 75 CEO choisis parmi les dirigeants des 1 500 sociétés cotées suivies par Standard & Poor's, « 91 % des CFO pensent que leur travail est en train de devenir plus difficile et 62 % déclarent travailler plus longtemps. Cependant, ils sont peu nombreux à vouloir démissionner, peut-être parce que leur position dans l'entreprise s'améliore. Plus d'un tiers, 36 %, disent qu'ils sont désormais davantage sur un pied d'égalité avec le CEO, tandis que seulement 28 % disent qu'ils en sont encore loin. » Le fait que les CFO aient à s'engager par écrit renforce leur poids politique dans l'entreprise ; l'argument « c'est moi qui signe *Sarbanes-Oxley* » leur permet de surmonter bien des objections dans les discussions stratégiques. Leurs relations avec le comité d'audit devraient devenir plus étroites et leurs échanges plus rigoureux que par le passé. Pour les CFO qui parviendront à passer le test, la réforme pourrait bien finir par apparaître comme une étape déterminante dans la progression de leur carrière. De leur point de vue, le tableau est donc loin d'être entièrement négatif, même si « près d'un tiers des CFO ne pensent pas que les nouvelles règles établies par le *Sarbanes-Oxley Act* ou imposées par la SEC rendent un autre Enron moins probable ».

Mais CFO et membres des directions financières ne sont pas les seules catégories d'employés des sociétés cotées auxquelles la loi a imposé des responsabilités supplémentaires. Les juristes eux aussi sont concernés, en particulier par les dispositions relatives à la protection des *whistle-blowers*. Dans son édition de mars 2003, le *Journal of the American Corporate Counsel Association (ACCA)* illustre par une petite histoire les nouvelles obligations du juriste d'entreprise : « Vous vous asseyez pour siroter votre café du matin, et le téléphone sonne. A l'autre bout de la ligne, un employé vous informe qu'il croit que la société a surestimé ses profits et que ses rapports à la SEC étaient incorrects. Vous enquêtez sur ces allégations et découvrez qu'elles sont peut-être vraies. Le lendemain matin, le manager de l'employé vous appelle en demandant l'autorisation de le licencier pour des "problèmes de performance". On dirait que vous n'êtes pas le seul à qui il a parlé. Et maintenant, que faire<sup>20</sup> ? » L'ACCA recommande à ses lecteurs de sensibiliser leur entreprise à l'importance d'un bon programme de *compliance* interne, d'adapter le code d'éthique et les définitions de fonction des managers, d'établir des procédures d'investigation, de mettre en place un programme de formation au sujet des nouvelles dispositions de la loi et enfin de documenter par écrit les « problèmes de performance » invoqués par un manager pour licencier l'un de ses collaborateurs, afin que ce dernier ne puisse pas se prévaloir indûment de la protection accordée aux *whistle-blowers*. Quant à ces derniers, ils se plaignent souvent de ne pas bénéficier d'une protection suffisante, même depuis l'entrée en vigueur du *Sarbanes-Oxley Act*, et d'être toujours soumis à l'arbitraire de leur hiérarchie<sup>21</sup>.

L'exemple des CFO et des juristes montre que les entreprises américaines ne font que commencer à s'adapter à leur nouvel environnement juridique et réglementaire. Il faudra du temps pour que le comportement quotidien de *Corporate America* soit modifié de manière perceptible. Aux yeux de nombreux observateurs, les réticences sont bien réelles. S'ils reconnaissent les progrès accomplis au cours des derniers

---

<sup>19</sup> J. Weber avec M. Arndt, E. Thornton, A. Barrett et D. Foust, « CFO on the Hot Seat », *Businessweek*, 17 mars 2003.

<sup>20</sup> L. Hammer, N. Linn, L.E. Stuart et S.K. Sullivan « Navigating the Civil and Criminal Whistle-blower Provisions of the Sarbanes-Oxley Act », *ACCA Docket* (journal de l'American Corporate Counsel Association), mars 2003.



mois, ils demeurent sceptiques sur la volonté des entreprises américaines de jouer le jeu de la transparence. Pourtant des associations professionnelles ont pris des initiatives qui vont dans la direction souhaitée par les partisans de la réforme. Ainsi l'Association of Investment Management Research (AIMR), qui rassemble de nombreux analystes financiers, travaille depuis longtemps sur ces sujets, en concertation avec la SEC notamment. Dans le domaine de la formation universitaire des futurs acteurs de la vie économique, un « cas Enron » figure au programme de plusieurs diplômes « MBA », qui comportent d'ailleurs souvent des cours d'éthique.

La contribution des universités et des centres de recherche ne se limite pas à sensibiliser les futurs CEO et CFO à leurs nouvelles responsabilités. Les acteurs du monde académique jouent un rôle important dans l'évolution d'un paysage juridique, réglementaire et comptable qui demeure extrêmement mouvant. Certains se déclarent satisfaits de la nouvelle loi et font confiance aux mécanismes d'autorégulation des marchés pour s'ajuster spontanément et restaurer la confiance des investisseurs. D'autres la trouvent trop timide et réclament des mesures plus contraignantes, comme par exemple une prohibition absolue, pour un cabinet, d'exercer les fonctions d'audit et de conseil auprès d'une même entreprise, ou la rotation systématique des cabinets d'audit<sup>22</sup>. Sur ces deux derniers points, Robert Litan, responsable des études économiques de la Brookings Institution<sup>23</sup>, souligne que c'est avant tout l'indépendance des cabinets d'audit à l'égard du management de la société qui est en jeu. Cette indépendance est désormais mieux protégée par leur rattachement au comité d'audit, qui est une émanation du conseil d'administration. Quant à la rotation systématique des cabinets, Robert Litan rappelle que la profession est déjà très concentrée – après la disparition d'Arthur Andersen, les cinq grands ne sont plus que quatre – et que rien ne permet d'exclure, dans le processus de sélection périodique, un accord entre le cabinet sélectionné et le management. Dans son jugement global sur le *Sarbanes-Oxley Act*, Litan reste prudent. Avant que la loi ne soit votée, le marché avait, selon lui, commencé à faire

---

<sup>21</sup> A. Nyberg, « Whistle-blower Woes, Will Sarbanes-Oxley Spark a Flood of Employee Lawsuits? », *CFO*, octobre 2003.

<sup>22</sup> Et pas seulement des *Partners*, comme le prévoit le *Sarbanes-Oxley Act*.

<sup>23</sup> Entretien accordé à A. Steelman, de la Federal Reserve Bank of Richmond, le 26 septembre 2002.

fonctionner les mécanismes d'autorégulation. Les procès ne font que commencer et les peines, vraisemblablement très lourdes, qui seront prononcées devraient avoir un effet dissuasif sur l'ensemble des acteurs. Mais, si la loi ne résout pas tous les problèmes et occasionne des dépenses supplémentaires pour les entreprises<sup>24</sup>, elle devrait contribuer à restaurer la confiance.

---

<sup>24</sup> R. Litan estime à 40 milliards de dollars par an le coût macroéconomique de la gouvernance d'entreprise.

## Conclusion

Plus que d'un mandat donné par les électeurs américains à leurs représentants au terme d'un débat de fond sur la gouvernance d'entreprise, l'ensemble des réformes adoptées au cours des derniers mois résultent de la conjonction de la pression des médias, des convictions anciennes mais isolées de quelques législateurs, de l'opportunisme politique de la plus grande partie de leurs collègues et des membres de l'Administration et du souci de certains organes de régulation, notamment le FASB, de se défendre des critiques dont ils étaient l'objet. L'objectif proclamé de ces réformes est de « rendre impossibles de nouveaux Enron » et de restaurer ainsi la confiance des investisseurs. Il est encore trop tôt pour tenter un bilan définitif et l'appuyer sur un comptage statistique du nombre des « affaires ». Bien des aspects, abordés très brièvement ou ignorés dans le cadre de cette étude, mériteraient d'ailleurs d'être analysés de manière beaucoup plus approfondie – notamment les conséquences de ces nouvelles règles pour les entreprises étrangères. Les effets à moyen terme de la réforme, lorsqu'ils pourront être mesurés, alimenteront le débat théorique entre les partisans du jeu spontané des mécanismes d'autorégulation et ceux du volontarisme législatif. Quelle que soit l'issue de ce débat, il ne faut pas perdre de vue que ces scandales ont fait surface à un moment de l'histoire récente – la fin de l'année 2001 et le début de l'année 2002 – qui est aussi celui où l'on observe un sommet dans la courbe des défauts parmi les entreprises américaines. De « nouveaux Enron » sont toujours susceptibles d'apparaître, ainsi lorsqu'au début du mois de juin le président de Freddie Mac<sup>25</sup> a été remercié pour avoir refusé de coopérer avec une mission d'audit interne sur les pratiques comptables de la société. Le marché est devenu beaucoup plus sensible aux questions d'éthique : Richard Grasso, le président du *New York Stock Exchange (NYSE)*, a dû

---

<sup>25</sup> La Federal Home Loan Mortgage Corporation, connue sous le nom de Freddie Mac, joue un rôle essentiel dans le financement du marché immobilier aux Etats-Unis.

démissionner le 17 septembre à la suite de la révélation de son salaire par la presse : le montant, très élevé, en était déterminé par un *Board* constitué de représentants de sociétés dont le NYSE était chargé d'assurer la surveillance. Et dans le domaine judiciaire, Eliot Spitzer poursuit son combat contre les pratiques de *trading* frauduleuses sur les titres de certains *mutual funds*. Mais la fréquence des scandales est aussi, et sans doute avant tout, fonction de la conjoncture économique. C'est le retour de la croissance qui permettra de tourner la page, de revenir au *bull market* et de restaurer durablement la confiance des investisseurs. Il y faudra bien plus que des textes de loi et des normes comptables.

## L'auteur

Yves-Marie Péréon, *Chartered Financial Analyst*, est diplômé de l'Ecole supérieure de Commerce de Paris (1989). Depuis 1995, il travaille à New York pour une banque française. Titulaire d'un DEA sur « La France vue par la presse américaine entre 1936 et 1947 » (Université de Franche-Comté, 2003), il prépare actuellement une thèse de doctorat sur le même sujet à l'Université Paris I.

## Glossaire

*Buy, sell* ou *neutral* : acheter, vendre, ou neutre. Recommandations des analystes spécialisés des banques d'investissement au sujet des titres émis par les sociétés sur lesquelles ils publient des rapports destinés aux investisseurs. La recommandation synthétise l'opinion de l'analyste au sujet de la société émettrice. Elle guide l'action de l'investisseur.

*Below investment grade* : les agences de notation (Standard & Poor's, Moody's, Fitch) attribuent des notes aux sociétés émettrices de titres (actions, obligations) sur les marchés financiers. Ces notes, représentatives du risque de crédit, vont de AAA/Aaa (risque le plus faible) à D (risque le plus élevé). De AAA/Aaa à BBB-/Baa3, le niveau de risque est dit « investment grade », c'est-à-dire compatible avec les restrictions qui s'appliquent à certaines catégories d'investisseurs. En-dessous de ce niveau (de BB+/Ba1 à D), le risque est qualifié de « below-investment grade » ou de « spéculatif ».

*Chinese wall* : littéralement « muraille de Chine ». Cette expression désigne la séparation étanche qui doit exister entre les activités d'une même société, une banque d'investissement par exemple, afin de prévenir les situations de conflits d'intérêts. Ainsi à titre d'exemple, les banquiers travaillant sur une émission de titres d'une société cotée ont accès à des informations privilégiées dont la connaissance est susceptible d'influer sur le cours des titres existants. Ils ne doivent donc pas parler à leurs collègues analystes qui publient des recommandations destinées aux investisseurs.

*Compliance* : désigne la conformité avec l'ensemble des règles encadrant l'activité des sociétés émettrices de titres cotés sur les marchés financiers. Au sein d'une telle société, le respect de ces règles est souvent assuré par un employé appelé *compliance officer*.

*Put* : option de vente (par opposition à *call* : option d'achat).

*Ranking member* : membre de rang le plus élevé, après le président, dans une commission du Congrès américain.

*Reporting* : ensemble des informations, principalement financières, produites par les sociétés. Le reporting peut être qualifié d'externe (par exemple les états financiers certifiés par les commissaires aux comptes et destinés à être publiés) ou d'interne (états de gestion produits par la direction financière à l'usage du management de la société).

*Whistle-blower* : littéralement, « celui ou celle qui a donné le coup de sifflet », c'est-à-dire qui a donné l'alarme. Dans le cas d'une société émettrice de titres cotés, se dit d'un employé qui avertirait les autorités de surveillance du marché pour leur signaler des pratiques contraires aux lois ou à la réglementation.