

ACTUALITÉ ET PROBLÈMES DE LA TRANSPARENCE FINANCIÈRE

JEAN SAINT-GEOURS*

L'exigence de transparence domine l'organisation des marchés financiers. Aussi, dès la création de la Commission des opérations de Bourse (COB) en 1967, figure-t-elle parmi ses missions majeures. Dans la chaîne qui relie l'activité productrice de l'entreprise (et sa création de valeur) au marché financier et aux investisseurs, cette exigence semble, en effet, évidente, simple et massive, en quelque sorte. Dans la pratique, et à la mesure du prodigieux développement et de la complexité croissante des opérations financières, il apparaît pourtant que sa substance est étendue et polymorphe, affectant la plupart des domaines du système financier, fonctionnellement divers, mais étroitement interdépendants. Aspirations, règles, comportements déontologiques, disciplines techniques, s'entremêlent ici pour viser à assurer la meilleure information, exhaustive, exacte, rapide, largement diffusée, égale et symétrique. L'impératif est, à la fois, juridique et éthique ; la confiance établie chez les

acteurs de l'espace économique découlant du lien entre ces deux fondements.

Or, les dysfonctionnements scandaleux du plus grand marché financier de notre monde globalisé ont largement porté atteinte à cette confiance, faisant ressortir du même coup l'insuffisante transparence de ses principaux éléments. Caractère aggravant de cette crise, elle n'est en réalité qu'une « rechute » après celle de la fin des années 1980, marquée par le krach de Wall Street (octobre 1987) et les agissements « criminels » de Milken, Boesky, et bien d'autres¹, peu différents des transgressions ultérieures, par exemple du *hedge funds* Long Term Capital Management (LTCM), d'Enron, de Tyco ou de Vivendi.

Alors ? Une transparence adéquate est-elle impossible à construire et à atteindre ? Disons que cette tâche indispensable n'est pas facile, tant les ressorts du système financier moderne lui sont contraires, et tant elle relève d'une problématique complexe comportant des solutions incertaines.

* Ancien président de la Commission des opérations de Bourse.

Débarrassons-nous de la première considération, d'ordre général, qui confine à des points de vue d'ordre idéologique.

Un marché n'est pas une abstraction, même si ses aspects organisationnels et techniques nous poussent à le penser. La « philosophie » sous-jacente du système, les motivations de ses acteurs, les relations humaines, y jouent un rôle essentiel. Elles « animent » les mécanismes. Or, il est patent que, par principe, le contexte du marché est permissif. On y met l'accent sur la liberté de faire, la vertu du combat et de la concurrence, les bienfaits entraînants de la cupidité (*greediness*) et de l'inventivité financière qui tend à prospérer dans un monde virtuel, peu relié à la réalité économique. Les articles de ce dogme du laisser-faire tendent à définir un régime peu favorable à la régulation, hostile à l'intervention de l'État, et enclin à couronner les succès des initiatives, fussent-elles plus ou moins frauduleuses. Dans cette conception outrée du capitalisme, il convient de souligner que les décideurs des entreprises et les intermédiaires financiers ne sont pas seuls responsables (et éventuellement coupables), mais que c'est l'ensemble de la société, également cupide et encline à l'euphorie, qui souscrit volontiers à la doctrine et est l'un des constituants importants de l'ambiance. John Kenneth Galbraith a analysé tout cela avec perspicacité et humour dans sa *Brève histoire de l'euphorie financière*². Il insiste sur la brièveté de la mémoire financière, peu favorable à l'efficacité des différentes formes de la transparence exigée.

Il convient, maintenant, d'examiner celles-ci.

LA TRANSPARENCE DES ENTREPRISES

La transparence sur la situation des entreprises ressortit principalement à des constats et à des traitements comptables. Mais on ne saurait s'y tenir.

Ainsi, les autorités comptables françaises ne manquent pas de souligner que les comptes ne représentent qu'une faible partie de la situation et des actifs (notamment les intangibles d'une entreprise), et encore moins de son avenir. D'autre part, le jugement du marché peut différer de l'image comptable de l'entreprise, et cela a son importance en dynamique, principalement pour les conditions de son financement. Les comptes sont, en effet, principalement la conséquence d'une histoire, d'un passé. S'efforcer de s'en détacher et de les actualiser, notamment par l'approche de la « juste valeur » (*fair value*) comme dans les travaux d'harmonisation comptable internationale (International Accounting Standards Board - IASB - ou International Financial Reporting Standards - IFRS), pose des problèmes considérables, tant pour la validité de la démarche que pour ses conséquences sur la qualité même de la transparence. Ce point essentiel mérite qu'on le développe, je le ferai ultérieurement. Il s'agit de passer des photographies comptables (réputées comme telles) de l'entreprise à la réalité économique, dans une perspective dynamique, pour viser à une transparence dépassant l'année (ou le trimestre !...), et cela suppose que l'on puisse répondre à une série de questions. Quel est le périmètre de l'entreprise ? Vis-à-vis des actionnaires et des

créanciers, l'information doit être aussi claire et complète que possible, en fonction de règles strictes. L'affaire Enron a montré, par exemple, que les normes américaines étaient fort insuffisantes à cet égard (paradoxalement, en partie, du fait de leur abondance et de leur minutie). Les diverses formes de participations, notamment les entités *ad hoc*, doivent faire, en particulier, l'objet de la plus grande visibilité, mais les responsables de la société se heurtent là à une discipline générale de secret stratégique, limite dialectique à la transparence.

Une question en partie liée à la précédente : quels sont les risques courus par l'entreprise ? Des risques commerciaux (notamment sur les marchés étrangers) ; des risques liés aux instruments financiers qu'elle utilise, surtout les « dérivés » ; des risques en raison de ses engagements sociaux (problème plus exactement traité aux États-Unis qu'en France). C'est là, sans doute, plus une affaire de lucidité que de règles ; et aussi de professionnalisme et de rigueur des sociétés d'audit.

En ce qui concerne la valeur créée par l'entreprise (engouement doctrinal à la mode et simplificateur suspect), on a vu, au cours de ces dernières années, avant l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies, que la considération dominante des taux de retour des capitaux, dans leurs acceptions variées et manipulées, tendait à éloigner beaucoup d'entreprises de la rectitude et de la sincérité. Il y a eu des prestidigitateurs de l'Ebitda, notamment par minimisation des risques et par révérence excessive au court terme.

Ces deux dernières propensions sont actuellement présentes dans les propo-

sitions d'utiliser la « juste valeur » par l'IASB, pour l'évaluation des actifs. Solution redoutable qui tend à négliger les risques latents (surtout dans les banques et les compagnies d'assurances) et qui privilégie dangereusement le court terme, voire l'instantané. Sans doute, dans son *modus operandi*, l'IASB préconise-t-il une série de solutions de repli, si l'on ne trouve pas de référence précise au marché. Mais alors, l'arbitraire risque de se substituer au constat (fût-il trompeur). Il est donc heureux que la Commission de l'Union européenne, l'été dernier, ait exclu de son règlement portant approbation des normes comptables internationales à l'horizon 2005, les IAS 32 et 39 (et les SIC 5, 16 et 17 qui s'y rapportent), en attendant que ces normes, qui traitent de la comptabilisation et de la publicité des instruments financiers, aient été révisées par l'IASB, en coopération avec les experts européens de la comptabilité. Cette démarche est, évidemment, influencée par la mise en doute croissante de la science certaine et de l'efficacité du marché financier, depuis l'éclatement de la bulle et les « truquages » de l'information qui lui est donnée.

Prévoyons que ces travaux aboutiront à des compromis et à un système d'options. L'important est que le problème soit posé, et que l'on affronte le doute avec lucidité³. Que l'on s'entienne aux comptes dits historiques (bien entendu corrigés en fonction de données certaines de leur évolution économique) ou que la traque de la « juste valeur » donne des résultats acceptables, on est encore loin d'accéder à la vérité qui doit, en principe, fonder l'information porteuse de transparence.

Les forces et l'avenir d'une entreprise ne s'identifient pas, en effet, à la valeur (incertaine, au surplus) de ses actifs physiques et tangibles. Ses actifs incorporels, les intangibles⁴, ont, sans doute, une plus grande portée pour la détermination de sa valeur économique, dans le combat de la concurrence et, en dynamique, pour fonder son avenir : potentiel humain, recherche, inventivité et capacité du renouvellement, progrès technique, qualité des dirigeants, organisation interne, présence sur les marchés, champ de la coopération avec d'autres entreprises, clientèle...

L'évaluation de ces intangibles, pourtant cruciaux, est évidemment fort malaisée, puisqu'elle ressortit à l'estimation de valeurs incorporelles. À cet égard, le challenge relève encore davantage d'une transparence interne, socle d'une bonne gestion, que du devoir de transparence à l'égard du marché des investisseurs et de l'ensemble des partenaires de l'entreprise. La cohérence entre ces deux formes de transparence ne va, d'ailleurs, pas de soi, car les objectifs en sont différents. Il est clair, par exemple, que la gestion interne doit tenir le plus grand compte de la visée à moyen terme, alors que le compte rendu au marché boursier privilégie les résultats à court terme.

Ainsi peut-on expliquer que l'attention prêtée à l'évaluation de ce potentiel incorporel ne constitue pas souvent une priorité dans l'entreprise comme au niveau des audits ; mais les auditeurs les plus conscients ont commencé à y attacher l'attention qu'elle mérite⁵.

De toute façon, il est vain, pour « serrer » à partir du marché le trajet économique et financier de l'entreprise,

de recourir aux conventions comptables, très imparfaites par nature. Il est préférable de recourir à trois catégories d'informations : les notes aux états financiers ; les rapports sur le contrôle interne ; et les indicateurs de performance⁶.

Les premières analysent les composantes significatives du bilan et du compte de résultat, ainsi que les engagements non comptabilisés : mouvements de capitaux (par exemple, options sur titres) ; commentaires sectorialisés des résultats ; recensements des risques (point qui, comme je l'ai déjà dit, commande surtout l'avenir de l'entreprise).

Le rapport sur le contrôle interne ajoute, d'autre part, une intelligence précieuse aux comptes proprement dits. Enfin, l'explosion des opérations boursières au cours des vingt dernières années (accompagnée des crises que l'on sait) a conduit, au titre de l'amélioration de la transparence, à la prolifération d'indicateurs de profit (l'excédent brut d'exploitation ou les divers types de flux de trésorerie), puis d'indicateurs de rentabilité (sur capitaux propres, par exemple), enfin des fameux indicateurs de valeur (Economy Value Added - EVA - ou Market Value Added - MVA), très reliés aux performances boursières (trop reliés en vérité). L'étude citée de Gilles Puissochet s'exprime à leur sujet de la manière suivante, qui recueille mon adhésion : « Le lien avec les comptes certifiés n'est pas toujours aisé à établir, les modalités de calcul sont changeantes d'une période à une autre, et différentes selon le type d'entreprise... ». Ces imperfections rendent incertaines les analyses de ratios et les comparaisons tempo-

relles et entre entreprises, facilitant ainsi des manœuvres fort contraires à la transparence. Durant mon mandat à la COB, de 1989 à 1995, j'avais commencé à être vigilant sur ce point. En mars 2003, la COB a insisté sur la nécessité pour les indicateurs, qui ne relèvent pas de définitions strictement comptables dans le référentiel français, d'être définis avec précision et utilisés d'une manière stable d'un exercice à l'autre en cohérence avec les comptes présentés.

Les tableaux de bord, développés en interne, mais utilisables dans les communications aux marchés, ne présentent pas ces défauts systématiques, dans la mesure où ils s'efforcent de mesurer quantitativement et qualitativement les performances en temps réel au titre des principaux composants de l'activité de l'entreprise, et notamment l'évolution des principaux intangibles.

Et Gilles Puissochet conclut lucidement : « Une osmose (...) entre les informations recensées dans le tableau de bord et les données sous-tendant la communication financière participe non seulement à la nécessaire sensibilisation de l'ensemble du tissu de l'entreprise aux exigences d'une communication financière moderne, mais elle offre, en outre, un gage de cohérence indispensable entre les indicateurs de gestion interne et les éléments de la communication externe ».

LA TRANSPARENCE DES MARCHÉS FINANCIERS

Ces éléments de communication externes viennent, à leur tour, s'articuler avec la nécessité d'une transparence

adéquate des marchés boursiers eux-mêmes, organisés ou réglementés ; c'est là que se rencontrent les divers acteurs de la finance économique, que se fixent les valeurs par les prix (dans une cinématographie d'engagements et de jeux), et que se dénouent les opérations.

C'est un théâtre en perpétuelle évolution, à la mesure du mouvement des technologies de l'information, du développement des réseaux qui innervent la globalisation, enfin de l'inventivité des professionnels en matière de produits financiers. Les questions qui font partie de cet ensemble sont bien connues, sinon bien résolues. Elles sont essentielles, parce qu'elles concernent directement les acteurs de ce théâtre.

Les dysfonctionnements récurrents des marchés ont conduit à s'interroger sur les fonctions et les comportements des cabinets de notation, des cabinets d'audit, des analystes, des commissaires aux comptes, des intermédiaires du marché... Nous assistons à une remise en question générale qui ne peut que se traduire par un resserrement des règles, un cantonnement des spécialités, un approfondissement des déontologies et, quoiqu'on en ait, par une extension des régulations. Le branle a été donné, à juste titre, aux États-Unis (loi Sabarnes-Oxley), mais l'Union européenne avait entamé un aggiornamento, dès 1999, avec le « plan d'action sur les services financiers » suivi, en 2000, de la « stratégie en matière d'information financière ». Trois communications complètent cette action sur la responsabilité sociale des entreprises, sur la politique industrielle dans une Europe élargie, et sur les priorités en matière de contrôle légal dans l'Union européenne.

L'intérêt de la démarche de l'Union européenne est, pour nous, d'en relier le propos central « modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise » aux exigences et aux problèmes de la transparence.

Et le rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen ne mâche pas les mots à ce sujet : « Les récents scandales financiers ont conduit à un nouveau débat (...) et la nécessité de restaurer la confiance⁷ est une raison de plus justifiant de nouvelles initiatives au niveau européen. Les investisseurs, grands ou petits, réclament aux sociétés plus de transparence et une meilleure information, et s'efforcent d'obtenir plus d'influence sur les processus de décisions des sociétés, dont ils sont actionnaires. Bien que les sociétés appartiennent à leurs actionnaires, et non à leurs dirigeants, on constate trop fréquemment que leurs droits sont foulés aux pieds par des équipes dirigeantes aux comportements mesquins, voraces, voire frauduleux. Un nouveau sens de la mesure et de l'équité est d'évidence indispensable ».

Enfin, l'effort d'aggiornamento est fait au niveau national, en Allemagne, en Angleterre et en France. Chez nous, la loi de sécurité financière, adoptée le 17 juillet 2003, complète et corrige la loi NRE du 15 mai 2001. Elle institue un rapport spécial sur les procédures de contrôle interne, oblige les entreprises à consolider les comptes des sociétés dans lesquelles elles exercent une influence dominante ; enfin, elle prescrit la publicité d'un certain nombre de rémunérations (commissaires aux comptes, mandataires sociaux), ainsi que des opérations sur titres de la société réalisées par les dirigeants.

Ces thèmes d'une bonne gouvernance d'entreprise touchent aussi à la transparence du fonctionnement du marché boursier. Sur celui-ci, il convient d'améliorer la publicité exacte et rapide des transactions, en spécifiant étroitement le rôle des *market makers*. Les progrès actuellement prévus procèdent d'un accord difficile entre le point de vue des marchés européens du continent et celui du Stock Exchange de Londres. L'un des enjeux est, ici, de perfectionner la surveillance des manipulations, fausses informations et délits d'initiés, toujours latents.

Enfin, on ne porte sans doute pas une attention suffisante aux systèmes de règlement livraison (*clearing and settlement*) dont la limpidité, la rapidité et la sécurité sont des contributions décisives à la transparence.

Je crois éclairant, pour conclure cette revue des problèmes posés par l'impératif croissant de transparence financière, de mettre à nouveau l'accent sur le rapport de cette transparence à des éléments cruciaux de la gouvernance des entreprises.

Il convient, d'une part, de progresser sur la « création de valeur », sans plus se raconter d'histoires trompeuses ou asséner des présupposés doctrinaux ; c'est-à-dire progresser dans l'établissement de normes comptables internationales, en relativisant les références aux marchés, en prenant en compte le moyen terme et les perspectives économiques et humaines des entreprises, enfin en évitant d'être habité par le démon de l'absolu. La matière relève, en effet, du risque, des aléas et de l'incertitude. Elle trouve, de surcroît,

sa limite dans la nécessité pour l'entreprise de préserver le secret sur sa démarche stratégique et commerciale.

Il convient, d'autre part, de reconnaître l'existence d'une multiplicité de parties prenantes dans l'espace financier ou de partenaires : dirigeants, actionnaires, salariés, intermédiaires, clients... Le point de vue des *stockholders*

doit être bien balisé dans l'ensemble des *stakeholders* qui portent plus complètement et plus richement l'économie des entreprises. On assiste, dans cette ligne, à l'émergence d'une « transparence sociale » déjà prise en compte par certains textes (loi NRE, 2001) et par quelques grands groupes d'entreprises.

NOTES

1. Relatés de manière passionnante (comme des romans), mais exacte, par Brian Burrough et John Helyar dans *Barbarians at the Gate*, par David A. Vise et Steve Coll dans *Eagle on the Street*, enfin et surtout dans *Finance Connection* de James Stewart.

2. Le Seuil, Paris, 1991.

3. Sur ce sujet, la Revue d'économie financière (REF) « fait le plein » (si l'on ose dire) dans son dernier numéro (71) intitulé *Juste valeur et évaluation des actifs*.

4. Cf. à ce sujet les ouvrages de Baruch Lev.

5. Voir, dans les Cahiers de l'audit de septembre 1999, l'article de P. de Cambourg, *Le capital immatériel*; ou encore l'analyse de Karaklins-Marchais I, *Les actifs incorporels : valeurs ou conventions*, dans les cahiers/06 Ernst Young *Le Pacte de la transparence - Acteur et éthique de l'information financière*, juin 2003.

6. Cf. les cahiers/06 d'Ernst et Young de juin 2003 (*op. cit.*). Je m'inspire ici de l'excellent article de Gilles Puissochet *Comptabilité et indicateurs de performance, deux visions complémentaires à réconcilier dans l'intérêt du marché*.

7. C'est moi qui souligne.

