

# LE LÉGISLATEUR, LE RÉGULATEUR ET LE JUGE : REMARQUES SUR LA DYNAMIQUE DE LA RÉFORME FINANCIÈRE AUX ÉTATS-UNIS

CÉLINE ALIX \*  
JACQUES MISTRAL\*\*

Les scandales financiers auxquels sont associés les noms d'Enron, Worldcom et quelques autres ont ébranlé ce que l'Amérique a de plus sacré, la confiance dans « *Corporate America* ». Comme ce pays sait le faire mieux que d'autres, il a réagi avec vigueur et rapidité. En quelques mois, le Congrès votait et le président signait un nouveau monument législatif, la loi Sarbanes-Oxley (SOX), dont la Securities and Exchange Commission (SEC) publiait en un délai record les textes d'application. Dix-huit mois après Enron, beaucoup espéraient alors que la page était tournée : les fautifs étaient punis (Arthur Andersen) ou devant les tribunaux (les dirigeants), les auditeurs avaient perdu, avec la création d'un nouveau régulateur

(Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB), leur sacro-sainte autorégulation, l'indépendance des administrateurs donnerait plus de pouvoir aux conseils d'administration et exercerait les contrôles auxquels trop souvent les *chiefs executive officer* (CEO) s'étaient soustraits.

Cet optimisme n'est plus de mise aujourd'hui. Les contraintes imposées par le législateur sont de plus en plus apparentes, au moment où il faut appliquer la loi SOX dans toutes ses dispositions. Le régulateur peine à remettre dans le droit chemin l'ensemble des acteurs. La mise au jour de tant de dysfonctionnements a encouragé l'apparition d'une nouvelle figure, le juge Spitzer, désormais autoproclamé protecteur ultime de l'épargnant (ou

\* Juriste à l'ambassade de France à Washington.

\*\* Ministre-conseiller financier à l'ambassade de France à Washington.

de l'assuré), comme Ralph Nader l'avait été des consommateurs, et se préparant comme lui à une carrière politique. Les entreprises européennes cotées à Wall Street tirent, pour la plupart, une conclusion simple de toutes ces évolutions : elles cherchent, mais sans succès, à se retirer de la cote ; ce qui ravive, dans le dialogue financier transatlantique, les tensions latentes depuis qu'est apparue la dimension extraterritoriale de la loi SOX.

Le présent article cherche à démêler les différentes forces en jeu dans cette réforme financière qui n'en finit pas de chercher ses contours, son contenu, ses limites. Est-ce un processus chaotique ? Une rationalité d'ensemble est-elle en train de se dégager ? Comment finalement le législateur, le régulateur et le juge peuvent-ils encadrer la complexité de la matière financière contemporaine ?

## LE LÉGISLATEUR

Deux ans après l'entrée en vigueur de la loi SOX, le législateur peut, non sans raison, penser qu'il a fait sa part du travail, mais à quel prix ? Le bilan de sa mise en œuvre commence immanquablement en évoquant les coûts induits. Ce qui domine aujourd'hui, c'est une impression de lourdeur, un enchevêtrement complexe de textes législatifs et réglementaires, de règlements de marché et de dispositions internes : toutes ces heures, ces formulaires, ces contrôles, c'est un peu Sisyphe voué à toujours recommencer tant que les dirigeants ne changeront pas radicalement leur comportement !

## Un renforcement de la SEC

La première exigence pour remettre de l'ordre dans la maison était de donner au gardien les moyens et l'autorité nécessaires ; c'est ce qui a été fait. Prenant conscience du manque cruel de moyens humains et financiers du gendarme de la Bourse, la SEC, et au vu de l'ampleur de la mission que lui confiait la loi SOX, le Congrès a pratiquement doublé son budget en 2003. Cette augmentation de moyens et les tempéraments obtenus en matière de recrutement des agents fédéraux ont permis à la SEC de recruter environ 840 comptables et juristes depuis 2 ans.

Pour mettre fin aux reproches selon lesquels la SEC ne serait qu'une chambre d'enregistrement, défailante dans sa supervision et dépourvue de recul, le Congrès choisissait William Donaldson, un dirigeant respecté et particulièrement bien préparé à ces fonctions. Il a revu l'organisation et le management de cette institution vénérable, mais décriée, créant en particulier un nouveau bureau transversal, le Bureau d'évaluation du risque ; et il a modifié l'exercice de la présidence. Des moyens supplémentaires, un nouveau leadership : cela allait-il être suffisant pour restaurer l'autorité et la réputation de la SEC ? On verra plus loin que cette impulsion du Congrès n'était sans doute pas suffisante.

## Les auditeurs externes, disciplinés et prospères

La création du Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB),

nouvel organe de supervision des firmes d'audit, constitue sans doute l'innovation la plus radicale, puisqu'elle met fin à l'autorégulation traditionnelle de la profession. Néanmoins, après le discrédit qui a frappé Arthur Andersen, la réforme de l'audit a été plutôt bien accueillie par les sociétés émettrices et les firmes d'audit elles-mêmes qui y ont d'abord vu le moyen de restaurer une réputation ébranlée. En juillet 2004, un an après l'ouverture des enregistrements, plus de 1 000 firmes américaines étaient effectivement inscrites auprès du PCAOB.

Les nouvelles règles ont amené les

auditeurs à revoir leurs pratiques : restriction significative du champ des services offerts hors services d'audit ; et rotation interne des auditeurs responsables de l'audit tous les 5 ans, par exemple. Fin août 2004, le PCAOB a publié les premiers résultats de son inspection des *big four* et s'est déclaré, dans l'ensemble, satisfait de ses observations en matière de qualité des prestations et de respect des règles d'éthique. Mais il y a surtout une certaine ironie à voir le bénéficiaire que retirent finalement de la loi ces auditeurs externes chargés des nouveaux contrôles internes<sup>1</sup>.

### Encadré 1

#### Trois précédents historiques en matière de réglementation

Les États-Unis sont à la fois le pays des trusts et de l'antitrust, a observé, il y a longtemps, un éminent juriste. C'est une nation fondée depuis ses origines sur les principes de l'économie de marché ; sa confiance dans les bienfaits de la libre entreprise ne connaît pas de limite. Mais c'est aussi un pays où la réglementation a une ampleur, un degré de détail, une rigidité pratiquement sans équivalent au sein de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)<sup>2</sup>. Cette complexité souvent méconnue des réglementations américaines a deux origines bien identifiées : la séduction du mandat législatif ou réglementaire comme substitut à une intervention publique plus directe (subvention, concession, propriété) ; la dispersion de l'autorité entre des pouvoirs imparfaitement hiérarchisés, donnant une autorité partielle à des niveaux d'intervention publique nombreux et mal coordonnés.

La prolifération des réglementations de toutes natures offre une matière fascinante pour comprendre la logique de l'intervention publique, la combinaison des institutions, l'influence constante des milieux d'affaires, le poids des facteurs politiques dans ce pays où rien n'obéit à la logique cartésienne, ni à la hiérarchie des normes auxquelles nous sommes habitués. C'est peu dire que la réaction aux scandales financiers et l'activisme réglementaire et judiciaire qui lui a succédé offrent une sorte de quintessence de cette culture.

Durant les 150 dernières années, les États-Unis ont connu trois périodes d'intense activité réglementaire.

### Encadré 1 (suite)

La première est une réaction au *gilded age* de la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle qui a cherché à discipliner le pouvoir gigantesque des trusts ; c'est l'époque des premières grandes législations commerciales comme le *Sherman Act* ; c'est aussi l'époque où sont créées les premières grandes agences réglementaires : l'Interstate Commerce Commission et la Federal Trade Commission.

Les années 1930, avec la *New Deal*, ont connu une seconde vague. Là aussi, de grandes lois font date : le *Glass Steagall Act* dans le domaine bancaire ; et le *Securities Act* de 1934 sur les marchés financiers, le texte créant également la SEC. Comme à propos des chemins de fer ou des trusts, l'objectif central du président Roosevelt était cette fois de stabiliser les marchés en créant des agences fédérales dotées de pouvoirs propres suffisants pour être soustraites au pouvoir judiciaire, mais au risque, comme on l'a vu aussi dans d'autres secteurs, de liaisons trop étroites avec l'industrie qu'elle est chargée de superviser.

Une troisième vague réglementaire est intervenue dans les années 1970, mise en branle par les revendications concernant la santé, l'environnement, la protection du consommateur. Elle a abouti à des textes ambitieux comme le *Clean Air Act* et à la création de nouvelles agences dont la plus connue est l'EPA (Environment Protection Agency). Beaucoup de ces réglementations ont fait l'objet de vives critiques des milieux d'affaires qui en contestaient le bien-fondé économique ; le gouvernement fédéral a, depuis la présidence Reagan, réagi en développant des méthodes d'analyse, des réglementations plus sophistiquées<sup>3</sup>. Il est, malgré tout, excessif de résumer cette période, comme cela est populaire en France, comme l'ère de la dérégulation.

Cette caractérisation reflète correctement l'évolution de quelques grands secteurs (les télécoms, le transport aérien) vers un fonctionnement plus concurrentiel. Et le secteur financier a été l'un de ceux dans lesquels la libéralisation a effectivement été la plus significative (souvenons-nous des grandes remises en cause intervenues depuis les années 1970, celle de la célèbre regulation Q ou du *Glass Steagall Act* datant des années 1930). Mais les forces motrices les plus puissantes ont sans doute été l'innovation financière (les dérivés, les *stock options*) et le changement des mentalités (la culture exclusive du *return on equity* - ROE), sans lesquelles les scandales financiers récents seraient incompréhensibles.

Pour comprendre la réaction de l'Amérique à la situation nouvelle créée par Enron et compagnie, il faut donc la situer dans cette culture régulatrice dont les caractéristiques, si différentes de ce que nous connaissons en Europe, ont donné naissance à ce que les spécialistes appellent *adversarial legalism* : une culture qui est faite de règles excessivement détaillées et complexes<sup>4</sup>, de sanctions longtemps repoussées, mais finalement brutales, d'appels constants aux tribunaux, à leurs conclusions, ou aux compromis qu'ils endossent, tout cela rendant l'ensemble du processus éminemment tortueux et surtout imprévisible à chacune de ses étapes. Ce bref panorama peut aider à se repérer dans le paysage touffu des réformes en cours.

## Contrôle de l'audit interne : les sociétés et les auditeurs dépassés

La section 404 de la loi SOX a non seulement mis à la charge de la Direction de nouvelles obligations en matière de contrôle interne, mais elle exige un dédoublement du contrôle (le contrôle externe du contrôle interne) qui débouche sur deux nouvelles attestations : l'une sur le rapport sur le contrôle interne émis par le management, l'autre sur l'effectivité du contrôle interne.

Les standards applicables en la matière dépassent déjà 150 pages, ils contiennent des doublons (les auditeurs externes sont censés conduire certaines opérations de vérification sans s'appuyer sur les documents et travaux internes de la société) et sont parfois circulaires (les auditeurs externes doivent évaluer l'indépendance du comité d'audit, lequel nomme et contrôle lesdits auditeurs externes). La mécanique bureaucratique (bien résumée par l'expression *check the box*) tourne à plein.

L'enquête récente de Financial Executives International révèle que les coûts liés à l'application de la section 404 seront 62 % plus élevés que les prévisions faites en 2003. Les 224 sociétés sondées estiment qu'elles devront consacrer en interne 25 667 heures (contre 6 700 estimées en 2003) pour l'évaluation et l'amélioration de leurs procédures de contrôle interne. Le coût moyen de cette mise en conformité s'élèverait à 3,14 millions de dollars par société.

À cela s'ajoute un problème plus urgent, l'impossible respect, par beau-

coup, du calendrier, avec des conséquences potentiellement négatives pour les marchés. À deux reprises déjà, la SEC a dû reporter l'application de la section 404, dernièrement fixée au 15 novembre 2004<sup>5</sup>. Vu le retard pris, dans le domaine informatique en particulier, un certain nombre de sociétés anticipent devoir déclarer une « déficience significative » de leur contrôle interne pour cette année fiscale, laquelle pourrait donner lieu à une opinion défavorable de la part des auditeurs externes, avec les effets négatifs sur le cours que l'on peut prévoir. Les firmes d'audit, dont la responsabilité est désormais plus clairement engagée, anticipent, de leur côté, devoir émettre une opinion qualifiée ou défavorable dans un quart des cas.

### Les comités d'audit au travail

Autre point majeur de la réforme, la loi SOX s'efforce de mettre la toute puissance des CEO sous contrôle en confiant aux comités d'audit le rôle de gardien de l'éthique et des bonnes pratiques de *corporate governance*. Leur autorité et leur légitimité sont renforcées du fait du statut indépendant désormais requis de tous les administrateurs qui les composent et de la nouvelle obligation réglementaire que l'un de ces administrateurs soit un expert financier. Autant dire que le législateur et la SEC attendaient beaucoup du comité d'audit.

Les registres des comités d'audit attestent que les sociétés cotées aux États-Unis ont parcouru du chemin. Les sociétés américaines<sup>6</sup> avaient jusqu'au 31 octobre 2004 pour se confor-

mer à ces nouvelles exigences. Elles sont parvenues à surmonter la principale difficulté pratique : établir un comité d'audit indépendant à 100 %, malgré la pénurie générale d'administrateurs indépendants aux États-Unis. Ces comités d'audit se réunissent beaucoup plus souvent et beaucoup plus longtemps que dans le passé.

Il est en revanche trop tôt pour savoir si le respect de ces obligations formelles se traduira effectivement par un rééquilibrage des pouvoirs et un changement de comportements au sein des conseils d'administration, et si le comité d'audit parviendra à s'imposer comme un contre-pouvoir fort marquant la fin du règne du tout-puissant CEO. On reviendra plus loin sur cette question qui met en jeu la sélection des administrateurs.

### La question de l'extraterritorialité

Pour protéger l'investisseur américain, le Congrès des États-Unis a adopté avec la loi SOX un texte comprenant des dispositions extraterritoriales qui ont provoqué de vives réactions de la Commission européenne et des États membres. Après de longs et difficiles débats et échanges entre toutes ces parties prenantes, le PCAOB a adopté, le 9 juin 2003, sa règle sur l'enregistrement, les inspections et les enquêtes applicables aux firmes d'audit étrangères contrôlant les comptes des sociétés cotées aux États-Unis.

La Commission européenne et les États membres ont obtenu que le degré d'implication du PCAOB dans ses inspections soit déterminé suivant une règle variable (*sliding scale*) : plus le

contrôle local est rigoureux et exercé par un organisme de supervision indépendant de la profession, moins le PCAOB s'impliquera directement, plus il s'appuiera sur son homologue étranger. En matière d'enquêtes et de sanctions, suivant le même principe, le PCAOB pourra se contenter de celles prises par un organisme de supervision étranger, si celui-ci apporte des garanties d'indépendance et de rigueur suffisantes.

Grâce à l'habileté du président du PCAOB, Bill Mc Donough, on a ainsi évité de voir le contentieux transatlantique dégénérer. Malgré ces tempéraments, le PCAOB reste néanmoins juge ultime des souplesses qu'il a lui-même instituées et conserve ainsi un pouvoir de pression important, asymétrique, sur ses homologues ; un état de fait qui reste mal ressenti par beaucoup en Europe.

## LE RÉGULATEUR

La SEC dispose depuis sa création de pouvoirs propres étendus, et la loi SOX lui a confié une série de missions spécifiques visant à remettre l'ensemble des acteurs défaillants dans le droit chemin, accompagné d'un mandat général visant à restaurer la confiance dans les marchés financiers. Dotée comme on l'a vu de moyens supplémentaires et placée sous l'autorité d'un responsable particulièrement distingué, la Commission pouvait également être motivée par les fortes attentes d'un public déçu par son manque de réactivité face aux scandales. La SEC a-t-elle finalement fait bon usage de tout ce

capital ? Dans l'exercice de certaines missions spécifiques qui lui ont été confiées par la loi SOX (réglementation des avocats et des agences de notation), comme dans le cadre de chantiers ouverts à son initiative en vertu de son mandat général (rémunération et sélection des dirigeants, réforme des institutions de marché et *hedge funds*), depuis que les décrets d'application de la loi SOX ont été adoptés, c'est plutôt une impression de cafouillage qui se dégage des dossiers dans lesquels la SEC semble engluée, divisée ou contestée.

### Les « lawyers » : des adversaires trop puissants ?

Évidemment montrés du doigt pour avoir toléré, aidé ou conseillé certains maquillages de comptes et autres montages financiers audacieux, les avocats ont été visés par la vague réformatrice initiale de la SEC, sur mandat exprès de la SEC. Des propositions de règles ont été rapidement introduites qui visent à responsabiliser davantage les avocats en évitant qu'ils ne s'abritent derrière le sacro-saint principe de confidentialité des échanges avec leurs clients. L'une d'elles est en application<sup>7</sup>.

Mais près de 2 ans après la rédaction de ces textes, la SEC n'a toujours pas adopté de position définitive sur la règle la plus controversée, dite du *noisy withdrawal*. Cette règle requiert de l'avocat qu'il démissionne (et qu'il en informe la SEC) dans le cas où les dirigeants de l'entreprise cliente ne font aucun cas des allégations de violations de la législation boursière qu'il aurait signalées. Sur ce terrain plus sensible

que celui des auditeurs, puisqu'il touche à la déontologie des avocats et qu'il se heurte à la profession la plus puissante du pays, les *lawyers*, la SEC pourrait avoir fait preuve de précipitation ou d'audace et se prépare, semble-t-il, à faire marche arrière.

### Les agences de notation : un élan brisé ?

Les scandales financiers avaient fait une autre victime, les agences de notation, auxquelles il était reproché, assez judicieusement semble-t-il, de n'avoir rien anticipé des catastrophes qui couvaient<sup>8</sup>. Mandatée par la loi SOX, la SEC était apparemment décidée à revoir le statut et la réglementation de ces agences et avait, en l'espace de 6 mois, organisé une série d'auditions fin 2002, publié un rapport sur les agences de notation début 2003, et produit un *concept release*, appelant des commentaires publics, en juin 2003.

Les commentaires reçus ont été à l'image du papier de la SEC : hésitants, mitigés, allant d'un extrême (« réglementation zéro » du marché de la notation avec la suppression du mécanisme d'accréditation des agences par la SEC) à l'autre (renforcement massif de la supervision) sans dégager la moindre piste de consensus.

Depuis, il semble que la SEC ait été arrêtée nette dans son élan : ni action, ni annonce, ni même discours méthodologique, le sujet semble avoir purement et simplement disparu. Cependant, le législateur s'impatiente et menace. Lors d'une audition fin septembre 2004, le président du sous-comité des marchés de capitaux de la

Chambre des représentants, Richard Baker, a enjoint la SEC de présenter un projet de réformes d'ici à la fin de l'année, sous peine de se voir retirer le dossier et la supervision des agences de notation, au profit de la Federal Reserve (FED).

### Le problème de la rémunération des dirigeants

La recherche de rémunérations extravagantes par les dirigeants des grandes compagnies a évidemment figuré parmi les causes les plus évidentes des scandales financiers, et la pratique sans contrôle, ni limites, des *stock options* a été dénoncée comme l'un des vices du système antérieur. Mais il y a un grand fossé entre le diagnostic et le changement de comportements : la SEC se heurte là aussi à de redoutables obstacles.

Certes, le premier train de mesures pris en application de la loi SOX (mise en place d'un comité de rémunération chargé de la fixation de la rémunération des dirigeants et composé exclusivement d'administrateurs indépendants et, en liaison avec les institutions de marché, approbation de tous les plans de *stock options* par les actionnaires) a pu être pris sans trop de difficultés, et il représente un acquis non négligeable. Ces règles ont-elles déjà un impact significatif ?

Quelques indices suggèrent qu'une partie du chemin a été faite, mais une partie seulement. William Donaldson est certainement le meilleur témoin de ces pratiques qu'il connaît bien ; il était arrivé avec la réputation de vouloir réintroduire ce qu'il fallait de moralité

dans ce domaine. Or, il a décrit, à plusieurs reprises cette année, en particulier dans un discours au Council of Institutional Investors en mars dernier, la question du contrôle et de la « moralité » de la rémunération des administrateurs américains comme un sujet de préoccupation persistant. Le président de la SEC s'inquiète de ce que les dirigeants d'entreprises continuent à exiger et obtenir des rémunérations mirobolantes et injustifiées. Il n'est pas loin de condamner l'échec flagrant des dirigeants à donner l'exemple « d'en haut » (*set the tone at the top*).

Mais ces regrets montrent aussi que c'est un domaine où les outils dont il dispose sont peu nombreux. Certes, William Donaldson a proposé de nouvelles règles, à commencer par la publicité des rémunérations des dirigeants. Mais il fait surtout appel aux comités de rémunération pour qu'ils renforcent leur emprise en établissant des critères de performance plus substantiels, tournés vers « l'excellence managériale » et non vers les succès financiers éphémères. En appeler ainsi à d'autres critères que la valeur actionnariale, c'est ouvrir un débat sur les finalités du capitalisme américain dans lequel rien n'indique que ce pays soit prêt à s'engager<sup>9</sup>.

La comptabilisation en charges des *stock options* est un autre volet de ce même débat. Depuis des années, l'organe de régulation comptable, le Financial Accounting Standards Board (FASB), préconise un traitement de ce type pour des éléments de rémunération qui sont des « dépenses » de l'entreprise. Le sujet avait été bloqué, il y a des années, par le législateur qui avait surtout été sensible aux préoc-

cupations et au lobbying des secteurs *high-tech*. Le même débat est réapparu depuis 2 ans, le FASB a repris ses propositions<sup>10</sup>, le Congrès a menacé de faire obstacle. Entre-temps, les esprits ont néanmoins évolué, de nombreuses grandes entreprises (dont, à titre d'exemple, IBM) ont volontairement modifié leurs pratiques comptables et traitent désormais les options en charges. La menace de blocage législatif restait néanmoins suffisamment forte pour que William Donaldson écrive cet été aux présidents des comités spécialisés du Congrès pour les prier de ne pas faire obstacle à une réforme que préconisait la majorité des experts.

Fin 2004, l'application des règles formulées par le FASB a été repoussée de quelques mois pour des raisons pratiques et les lobbies les plus hostiles à cette mesure profitent de ces délais pour continuer leur travail de « sape ». Dans le contexte répressif dominant au moment du vote de la loi SOX, le balancier aurait certainement penché contre eux ; est-ce aussi sûr aujourd'hui ? Le contexte économique (une reprise encore fragile) et politique (une majorité républicaine renforcée dans les deux chambres) réintroduit un aléa sérieux : l'Amérique préférera-t-elle la moralité des rémunérations et la sincérité des comptes ou le dynamisme des nouveaux entrepreneurs et la rémunération de leurs talents ?

### Controverse au sein de la SEC sur la sélection des administrateurs

La proposition de la SEC visant à permettre aux actionnaires de présen-

ter des candidats aux fonctions d'administrateur constitue certainement le sujet le plus controversé de l'histoire de la *corporate governance* en Amérique. Régulièrement évoquées depuis plus de 60 ans, de semblables propositions ont régulièrement vu le jour, soulevant des torrents de passions et de pressions sans jamais aboutir. Conforté par un climat de suspicion à l'égard de CEO trop puissants<sup>11</sup>, William Donaldson semblait décidé à être celui qui ferait aboutir ce projet : c'est à son initiative qu'une proposition de règles a été déposée le 14 octobre 2003 ; elle a immédiatement suscité les réactions vigoureuses que l'on pouvait attendre.

La nouvelle règle permettrait aux groupes d'actionnaires (représentant plus de 5 % des droits de vote) qui le souhaitent de faire inclure leurs candidats, sous certaines conditions bien restrictives<sup>12</sup>, dans le matériel de vote adressé aux actionnaires pour l'assemblée générale annuelle. La période de commentaires était censée s'achever le 22 décembre 2003, mais a été étendue devant l'afflux des observations. Au 31 mars 2004, la SEC avait reçu un record de plus de 1 300 commentaires.

Les critiques viennent des deux côtés : dans un sens, les dirigeants et les organisations patronales soulignent le danger de l'émergence d'un contre-pouvoir au sein de l'entreprise, voire celui d'une captation de pouvoir par des groupes politisés. Le Business Roundtable considère même que la réforme pourrait freiner la reprise économique ! En sens inverse, les investisseurs estiment que le dispositif proposé par la SEC est trop timoré.

Finalement, c'est la Commission elle-même qui s'est publiquement divisée

sur ce projet : les deux commissaires démocrates (Harvey Goldschmid et Roel Campos) la soutiennent, les deux républicains (Cynthia Glassman et Paul Atkins) la combattent et le président, aujourd'hui, semble hésitant ; tout cela n'est pas fait pour renforcer l'autorité de ce collègue, d'autres exemples le confirmeront !

### **Les « hedge funds » : un passage en force ?**

C'est aussi par 3 voix contre 2 que la SEC a adopté, le 16 octobre 2004, la règle très controversée imposant l'enregistrement auprès de la SEC des *hedge funds* comptabilisant plus de 30 millions de dollars d'actifs<sup>13</sup>. Là aussi, la proposition de règles avait, dès sa publication, provoqué un clivage : outre l'opposition de la majorité de la profession et des deux commissaires républicains de la SEC<sup>14</sup>, le président de la FED lui-même avait publiquement critiqué cette disposition qui n'empêcherait en rien la fraude, mais priverait, selon lui, les marchés d'une source de liquidité bienvenue. Enfin, plusieurs cabinets d'avocats ont soulevé la question de l'autorité juridique de la SEC pour exiger l'enregistrement des *hedge funds*, plaçant ainsi l'affaire sur le terrain d'un éventuel excès de pouvoir (dont on verra un autre exemple plus loin).

### **La fin de l'autorégulation des institutions de marché ?**

Début novembre 2004, la SEC a ouvert un autre front dirigé contre les Bourses dont la réputation avait été

publiquement malmenée lorsqu'avait été rendue publique la rémunération du président du New York Stock Exchange (NYSE), Dick Grasso. La proposition de règles de la SEC<sup>15</sup> vise à accroître l'indépendance, la bonne gouvernance et la transparence de ces institutions de marché, dont bien sûr les plus actives, NYSE et Nasdaq<sup>16</sup>, dites *selfregulatory organizations* (SRO), parce qu'elles disposent elles-mêmes de pouvoirs réglementaires étendus.

La SEC souhaite interroger le marché sur l'idée de retirer aux SRO leurs compétences réglementaires et disciplinaires au profit d'un organisme de supervision indépendant à mettre en place, à l'instar du PCAOB pour les auditeurs. La règle finale pourrait être adoptée dès le premier trimestre 2005, mais le combat s'annonce difficile.

## **LE JUGE**

Face au bilan mitigé du législateur et du régulateur, les investisseurs américains saluent l'ouverture des procès Enron et applaudissent les exploits judiciaires du procureur général de l'État de New York, Eliot Spitzer. Ses interventions à répétition ont soulevé plusieurs scandales supplémentaires ayant un grand impact public et relancé des débats aussi anciens que le pays sur la répartition des compétences entre les agences réglementaires et le pouvoir judiciaire, mais aussi sur la compétition entre le pouvoir judiciaire fédéral et le pouvoir judiciaire étatique dans la poursuite des infractions financières. C'est son succès initial dans le dossier

des analystes financiers qui a donné des ailes au juge Spitzer.

### **Analystes financiers : un premier succès**

En avril 2003, les dix premières banques d'affaires de Wall Street acceptaient un règlement amiable global avec la SEC, les régulateurs des États, les marchés financiers et le procureur général de l'État de New York (l'accord de Wall Street). Cet accord clôturait 2 ans de poursuites initiées par ce procureur, Eliot Spitzer, sur la base de conflits d'intérêts entre l'activité banque d'affaires proprement dite et celle des départements de recherche ayant fréquemment conduit à des recommandations biaisées à l'époque de la bulle Internet.

Les banques ont été condamnées à hauteur de 1,4 milliard de dollars, dont environ un tiers est destiné à rembourser les investisseurs lésés<sup>17</sup>. Les banques se sont, par ailleurs, engagées à financer, à hauteur de 432 millions de dollars au total, sur une période de 5 ans, l'établissement de rapports d'analyse par des consultants indépendants. Elles devront également revoir leur organisation interne et leurs pratiques, afin de séparer effectivement leurs départements recherche et banque d'affaires<sup>18</sup>.

Le volet financier de l'accord de Wall Street semble bien fonctionner. En revanche, la réglementation formelle et informelle de l'activité d'analyse financière est devenue un jeu d'obligations et de règles de conduite très complexe et très strict dont on peut se demander s'il n'aboutira pas à faire

perdre de leur intérêt aux rapports d'analyse, susceptibles de devenir neutres et sans valeur ajoutée par rapport aux informations dans le domaine public.

### **« Mutual funds » : la défaillance du régulateur**

Le scandale des fonds mutuels a émergé en septembre 2003 à partir des poursuites également engagées par Eliot Spitzer, à l'encontre du fonds Canary Capital Partners pour pratiques abusives. Depuis, le dossier n'a cessé de prendre de l'ampleur. La SEC a pris le relais, avec retard et avec de moindres qualités médiatiques. Les enquêtes et les mises en cause contre les fonds mutuels pour *late trading*<sup>19</sup> ou *market timing*<sup>20</sup> se sont multipliées et ont abouti, entre septembre 2003 et septembre 2004, à la conclusion, par la SEC, de règlements amiables avec 11 fonds mutuels et 2 assureurs, pour un montant total de 2,5 milliards de dollars.

Sur le plan réglementaire, la SEC a publié 12 règles qui entreront en vigueur dans les prochains 18 mois. Ces réformes vont de l'obligation pour les fonds de mettre en place et de revoir annuellement des règles de conformité (*compliance policies*) et de nommer un responsable de la conformité (*chief compliance officer*) à l'obligation de rendre publics la rémunération des gestionnaires de portefeuilles et les conflits d'intérêts éventuels entre plusieurs fonds dont ils ont la charge, en passant par la règle la plus controversée de toutes qui est l'obligation pour les sociétés de gestion de fonds

d'avoir un conseil d'administration composé d'administrateurs (au moins à 75 %) et présidé par un président, indépendants.

Cette décision est de celles qui ont été difficilement acquises, puisque le collègue s'est divisé selon le schéma précédent (William Donaldson et les deux commissaires démocrates, d'un côté, les deux commissaires républicains, de l'autre), et le motif de cette division est sérieux. La SEC est-elle allée trop loin ? C'est clairement ce que pensent les opposants : cette nouvelle obligation signifie que 80 % des présidents de sociétés de gestion de fonds actuellement en place devraient être rempla-

cés d'ici à la fin de l'année 2005. Cela pose la question pratique de la compétence de tous les nouveaux administrateurs et présidents qu'il faudra trouver et former en un an, et cela soulève un tollé.

Le régulateur aurait-il donc surréagi sous la pression devenue trop forte du juge ? C'est une hypothèse qu'on ne peut pas exclure puisque la Chambre de commerce a, de façon totalement inhabituelle, attaqué la SEC devant les tribunaux pour excès de pouvoir : elle aurait, selon cette mise en cause, outrepassé la volonté du législateur telle qu'elle est exprimée dans l'*Investor Act* de 1940 toujours en vigueur.

## Encadré 2

### Enron : l'ouverture tardive et très attendue des procès

Le 14 janvier 2004, Andrew Fastow, ancien *chief financial officer* d'Enron, a accepté de signer une transaction avec la SEC et le département de la Justice (la *Enron taskforce*). Aux termes de cet accord amiable, Andrew Fastow est condamné à 10 ans de prison et à 23 millions de dollars de dommages et intérêts.

Mais la vraie victoire des enquêteurs constitue l'engagement d'Andrew Fastow d'apporter son concours à l'enquête. Dans ce dossier pourtant exemplaire, l'investigation piétinait faute de preuves contre les dirigeants, la plupart des artifices comptables étant articulés autour de montages juridiques complexes, sujets à interprétation et résultant d'une chaîne décisionnelle difficile à reconstituer.

À la suite de cet accord, ont été successivement inculpés les deux ex-CEO d'Enron, Jeff Skilling et Kenneth Lay, ainsi que Richard Causey, l'ex-directeur comptable. Tous les trois ont plaidé non coupables. Le procès, démarré en octobre, de Kenneth Lay marquera une étape fondamentale dans l'investigation d'Enron.

Au total, fin juillet 2004, le gouvernement avait lancé 31 poursuites pénales liées à l'affaire Enron, dont 1 à l'encontre d'Arthur Andersen et 20 contre des employés d'Enron. Sur ces 20 affaires ouvertes, 10 ont abouti à des inculpations.

## Le nouveau scandale du secteur de l'assurance

Le nouveau scandale du secteur de l'assurance relance le débat de la compétition entre le pouvoir judiciaire fédéral et le pouvoir judiciaire étatique

Le 14 octobre dernier, Eliot Spitzer a déposé une plainte contre le premier courtier d'assurances mondial, Marsh and McLennan (MMC), présumé avoir organisé des appels d'offres truqués et ne pas avoir défendu au mieux les intérêts de ses clients en les dirigeant vers ceux des assureurs qui lui reversaient les « commissions arrières » (*contingent commissions*) les plus importantes<sup>21</sup>. Très vite, d'autres États, tels que la Californie, ont commencé à introduire des procédures similaires ; fin 2004, ils sont au nombre de 25.

L'initiative d'Eliot Spitzer pourrait se traduire par une réforme profonde des pratiques de courtage (MMC et AIG envisageraient de supprimer leurs « commissions arrières »)<sup>22</sup>. L'efficacité de la supervision du secteur des assurances, qui relève de la compétence des États, est également susceptible d'être remise en cause.

Cette nouvelle initiative du procureur général de l'État de New York a relancé le débat sur ce que l'on peut appeler le « fédéralisme concurrentiel », lorsque les efforts des États fédérés empiètent sur les efforts d'instruction des instances fédérales<sup>23</sup>. Dans sa récente audition par le Comité des affaires gouvernementales du Sénat, le juge Spitzer a également lourdement souligné que l'absence de supervision fédérale du secteur de l'assurance était l'un des facteurs de la crise récente, « trop de régulateurs d'État n'ayant pas

exercé leurs responsabilités de manière suffisamment agressive ».

Finalement, le juge Spitzer et la SEC semblent bien écrire une nouvelle page de cette concurrence qui, comme dans d'autres épisodes passés, risque d'aggraver la balkanisation des réglementations boursières au détriment, finalement, des entreprises émettrices. La SEC et son président, qui ont vu leur image régulièrement émoussée par les succès répétés, tangibles et médiatiques d'Eliot Spitzer, acceptent aujourd'hui que les États aident la SEC à mettre au jour les fraudes financières, mais insistent pour que le rôle d'élaboration et d'adoption de réformes qui affectent la structure des marchés reste entre leurs mains.

Les scandales financiers apparus aux États-Unis après la faillite d'Enron ne sont pas seulement le produit déplorable de quelques individus sans scrupule, ni sens moral. C'est aussi le résultat d'un environnement qui a encouragé la corruption. La demande sociale visant à éviter que de tels dérèglements ne se reproduisent a été très forte. L'Amérique y a répondu à sa manière, comme elle l'a fait à différents moments de son histoire :

- pour discipliner : la puissance excessive des trusts à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle ;
- pour corriger les dysfonctionnements dans les secteurs bancaires et financiers dans l'entre-deux-guerres ;
- pour tempérer le mépris du consommateur ou du citoyen par la grande industrie dans les années 1970.

La réponse à ces défis a, contrairement à une idée largement répandue, fait de l'économie américaine une

économie lourdement régulée, les entreprises européennes qui souhaitent aujourd'hui se désengager de Wall Street en font la coûteuse expérience. Ce que l'on observe aujourd'hui dans le domaine financier, c'est une multitude d'interventions législatives, réglementaires, judiciaires, un nouveau pan de la bureaucratie en matière de supervision, une concurrence des régulateurs inégalement confrontés à la pression des lobbies. Deux ans après l'adoption de la loi SOX, le législateur a répondu à l'urgence en édictant un texte de loi aussi large que touffu, aussi

strict que contraignant. Sa mise en œuvre est lourde, complexe, coûteuse, et n'en finit pas de susciter des débats, au fil desquels le régulateur est aujourd'hui constamment critiqué pour en faire trop ou trop peu. Pendant que la SEC s'essouffle ainsi, le juge, troisième pilier de la régulation à l'américaine, tire encore une fois parti des « trous » de la législation et de la confusion réglementaire régnante. Il enquête, met au jour, négocie, ou condamne. La sphère financière est ébranlée à intervalles réguliers. Il n'est pas sûr que l'investisseur ait retrouvé la confiance.

### NOTES

1. Le classement annuel des firmes d'audit américaines par la revue professionnelle *Public Accounting Report* révèle que les quatre plus grands cabinets d'audit américains (KPMG, Ernst and Young, PricewaterhouseCoopers et Deloitte) ont enregistré une progression de 10 % de leur chiffre d'affaires sur l'année 2003, et que cette tendance devrait se poursuivre sur 2004.
2. Rapport OCDE, *La réforme des réglementations aux États-Unis*, publications OCDE, 1999.
3. Voir : le document de travail de l'Agence financière de Washington, de Méneval Philippe, *Réglementer intelligemment : les analyses d'impact et la préparation des réglementations publiques aux États-Unis*, août 2004.
4. La différence entre l'approche américaine fondée sur la règle détaillée et l'approche européenne qui repose sur des principes en matière de normes comptables donne une bonne illustration de cette « culture de la règle ». Voir : Mistral Jacques, *Deux ans après Enron, a-t-on mis fin à la manipulation des comptes ?* in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2003-2004*, 10<sup>ème</sup> édition.
5. La SEC, craignant que les auditeurs externes ne soient complètement dépassés, a fait pression sur le FASB qui a consenti mi-octobre à reporter de 6 mois la date d'entrée en vigueur de l'obligation de comptabiliser les *stock options* en charges.
6. Les sociétés étrangères cotées aux États-Unis disposent d'1 an de plus.
7. Elle oblige l'avocat à rapporter toute violation significative de la législation boursière commise par la société émettrice, dans un premier temps, auprès du directeur juridique ou du CEO de la société, et, à défaut d'une réponse satisfaisante de la part de ces deux premiers interlocuteurs, dans un deuxième temps, auprès du comité d'audit de la société, selon un mécanisme dit *up-the-ladder*.
8. Pour comprendre le fonctionnement de ce secteur très fermé, qui ne comprend que trois firmes dominantes, S&P, Moody's et Fitch, on se reportera à l'article des mêmes auteurs paru dans la Revue Sociétal, n° 42, 4<sup>ème</sup> trimestre 2003 : *Les agences de rating dans le monde post-Enron*.
9. Voir des mêmes auteurs : *Le capitalisme américain entre Enron et Max Weber* in Revue Risques, n° 56, octobre-décembre 2003.
10. Cf. proposition du FASB amendant les règles FAS 123 et FAS 95 publiée fin mars 2004. Le FASB a, en revanche, renoncé à prendre position sur l'un des points techniques les plus controversés de cette

proposition : comment évaluer ces options ? Les méthodes d'évaluation seront à la discrétion des entreprises en fonction.

11. Sous le régime actuel, c'est le management qui propose des candidats aux postes d'administrateur, et les actionnaires ne peuvent que voter « oui » ou s'abstenir de voter, mais ne peuvent pas voter « non » ; les propositions du management n'ont aucune chance d'être rejetées !

12. Cette possibilité serait ouverte si le droit local ne l'interdit pas formellement et au minimum 1 an après la survenance d'un événement déclencheur révélant un conflit d'intérêts entre les actionnaires et le conseil, c'est-à-dire : soit plus de 35 % des actionnaires désapprouvent la nomination d'un administrateur, soit l'assemblée générale adopte à la majorité une motion soutenant la présentation de candidatures provenant des actionnaires.

13. Au motif qu'ils agissent en tant que conseillers financiers au sens de l'*Investment Adviser Act* de 1940.

14. Paul Atkins a même publié un article dans le *Financial Times* (25 octobre 2004) pour dénoncer le gaspillage des ressources auquel se livrerait dans ce cas la SEC.

15. Aux termes de cette règle :

- les membres d'une SRO ne pourraient pas détenir plus de 20 % de son capital et les fonctions de gestion et de régulation devraient être séparées ;
- les comités stratégiques (nomination, gouvernance, audit, rémunération) devraient être composés exclusivement d'administrateurs indépendants, et le conseil d'administration devrait l'être à la majorité ;
- et les SRO devraient rendre publiques certaines informations, au moins annuellement.

16. New York Stock Exchange et National Association of Securities Dealers Automated Quotation.

17. L'administrateur de ce fonds a été nommé au début de l'année 2004, il est en train de préparer les plans de distribution des sommes aux investisseurs qu'il soumettra à la SEC pour approbation préalable. Les investisseurs répondant aux critères devraient commencer à toucher des remboursements en milieu d'année 2005. En outre, les sommes versées par les dix banques parties à l'accord de Wall Street ont déjà servi à financer un institut de formation destiné aux investisseurs.

18. Au plan réglementaire, la SEC, mais aussi le NYSE et le Nasdaq (pour les sociétés cotées sur leur marché) ont publié de nouvelles règles rendant explicite cette séparation des activités de banque d'affaires et de recherche (interdiction pour les analystes de percevoir un intéressement directement lié aux commissions reçues par leur employeur pour son activité de banque d'investissement ; obligation de publier, dans leurs rapports et à l'occasion de leurs présentations publiques, les liens financiers qu'ils entretiennent avec les sociétés clientes analysées). De plus, certains grands investisseurs, tels que CalPERS, ont mis en place des règles qui leur sont propres et auxquelles les firmes de courtage doivent adhérer.

19. Le *late trading* est la pratique illégale d'antidatation des ordres qui permet de bénéficier du cours du jour d'un fonds après la clôture officielle de 16 heures, la transaction ex-post bénéficiant évidemment d'informations influant sur le cours du lendemain.

20. Le *market timing* consiste à autoriser certains clients à procéder à des transactions fréquentes sur les parts du fonds en les dispensant, de manière discriminatoire, des commissions de transaction.

21. D'autres compagnies sont mises en cause pour avoir signé de faux contrats d'assurance consistant en des prêts déguisés ou pour avoir prêté leur concours à des opérations hors bilan mettant en jeu les célèbres *special purpose entities*.

22. AIG a accepté une transaction avec le parquet fédéral et le régulateur pour un montant de 125 millions de dollars, sans nier, ni reconnaître, aucune faute. L'accord prévoit également que les contrats signés par la compagnie depuis 4 ans seront examinés par un expert indépendant pour vérifier l'absence d'irrégularité légale ou comptable.

23. La juxtaposition des poursuites pour délit financier au niveau fédéral et au niveau étatique a pour effet, selon certains, de neutraliser les efforts et les avancées que les enquêteurs fédéraux ont mis des mois à obtenir dans des affaires complexes et de longue haleine.

