



*Séminaire : PHILOSOPHIE & MANAGEMENT*

**Professeur : Yvon PESQUEUX**

*Nicolas VERON, Matthieu AUTRET,, Alfred GALICHON*

*« L'information financière en crise.  
Comptabilité et capitalisme »*

*Odile JACOB – Paris - 2004*

**Note de lecture préparée par : JAMES Thierry**

**Année Universitaire : 2004/2005**

# SOMMAIRE

- I- Postulats et hypothèses***
- II- Mode de démonstration***
- III- Résumé de l'ouvrage***
- IV- Éléments de bibliographie***

## **I - Postulats et hypothèses**

L'information financière a pendant longtemps été affaire de spécialistes, d'initiés, de professionnels (analystes financiers, experts-comptables, commissaires aux comptes, etc.). Elle a ces dernières années été mise sur le devant de la scène du fait d'affaires frauduleuses ayant défrayé la chronique, et ce, sur de nombreuses places financières.

La situation est en train de changer, l'information financière occupant une place centrale dans la vie des entreprises, tout particulièrement dans une économie capitaliste. A l'instar de ce qui a été constaté outre-Atlantique à la suite des scandales, l'information financière ne devrait, en conséquence, pas rester pour très longtemps encore le centre d'intérêt des seuls initiés.

Il est donc attendu qu'elle fasse l'objet de débats publics en France mais aussi et plus largement au sein de l'Union Européenne, notamment via les défis que constituent la normalisation de l'information comptable et financière internationale, via le rôle prépondérant que jouent les auditeurs en terme de certification de cette information et du fait de l'asymétrie d'information entre les propriétaires/actionnaires/associés et leurs mandataires/dirigeants (relation d'agence,...), etc.

Du fait de l'importance de cette information au regard des marchés de capitaux (dans la mesure où elle constitue un outil d'aide à la décision pour les opérateurs,...), elle revêt en conséquence un caractère « d'intérêt public », tout particulièrement à la suite des nombreux scandales qui se sont fait jour, ce qui induit donc la nécessité d'une régulation plus démocratique, renouvelée.

## **II - Mode de démonstration**

Le mode de démonstration adopté par les auteurs est fondé sur des exemples, des éléments historiques, etc. Ainsi, l'usage de concepts est réduit à sa plus simple expression laissant ainsi place à des illustrations permettant de la sorte de donner un soubassement didactique à la démonstration, par opposition à une approche désincarnée.

Les dysfonctionnements constatés outre-Atlantique à la suite de ce qui a été qualifié « l'affaire Enron », ont entraîné de nombreux débats quant à la chose financière. Les auteurs constatent ainsi que l'information financière revêt une importance majeure (sous le poids pris par les marchés financiers), et qu'un débat se doit d'être ouvert à l'échelle de l'Union Européenne (pour faire le pendant de celui qui s'est tenu aux États-Unis). L'ouvrage se propose donc de constituer la première étape de la démarche, et se décompose en deux parties.

La première partie se structure comme suit :

***Partie I – Une discipline controversée***

- ***Chapitre I*** : Le langage commun du capitalisme.
- ***Chapitre II*** : Créativité comptable, distorsions et manipulations.
- ***Chapitre III*** : Les défis de la normalisation.

Elle a pour objet de démontrer le caractère central de l'information financière dans le contexte d'une économie capitaliste (revue historique du développement de la comptabilité), et de mettre en avant certaines de ses limites intrinsèques qui ont trait aux conventions dont il est fait usage.

Dès lors que la latitude laissée par les conventions comptables est outrepassée, le préparateur de comptes fait dès lors usage de ce qu'il est convenu d'appeler « la comptabilité créative », par référence aux artifices qui la sous-tendent. Des affaires ayant défrayé la chronique sont alors utilisées pour illustrer le propos (Enron, Worldcom, Ahold, Parmalat, etc.).

De ces constats factuels, les auteurs concluent sur le caractère stratégique que prend le processus de normalisation comptable (tout particulièrement du fait de l'adoption des IAS/IFRS<sup>1</sup> et des ISA<sup>2</sup> par la Communauté Européenne notamment etc.).

De cet état des lieux découle la deuxième partie de l'ouvrage qui se structure comme suit :

***Partie II – Le nouveau monde de l'information financière***

- ***Chapitre IV*** : Un nouveau capitalisme.
- ***Chapitre V*** : Les auditeurs sous surveillance.
- ***Chapitre VI*** : Les investisseurs au pouvoir ?
- ***Chapitre VII*** : La régulation financière à la croisée des chemins.

Dans cette partie, est dépeint ce que les auteurs qualifient « l'écosystème financier » qui dépasse de loin la seule chose comptable ; le rôle des différents acteurs qui sont partie prenante de la chaîne d'information financière sont analysés (commissaires aux comptes, analystes financiers, investisseurs institutionnels, etc.), et ce, avec une certaine dynamique résultant de la mise en perspective liée à la

---

<sup>1</sup> IAS/IFRS – *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards.*

<sup>2</sup> ISA – *International Standards on Auditing.*

mutation présentée dans la première partie de l'ouvrage, et aux mutations affectant le système capitaliste.

La vision institutionnelle de la régulation financière permet de sensibiliser le lecteur sur le rôle des autorités compétentes dans la phase de transition que constitue la période actuelle, d'adoption de nouveaux référentiels normatifs (tant en terme d'audit légal et contractuel - ISA -, qu'en terme d'information financière au sens strict – IAS/IFRS -).

### **III - Résumé de l'ouvrage**

#### **Partie I – Une discipline controversée**

##### ***Chapitre I : Le langage commun du capitalisme.***

L'information financière constitue le « ciment » d'une économie fondée sur le libre échange ; ainsi, quelles que soient les parties prenantes, la comptabilité financière sert de langage commun aux divers opérateurs dont les intérêts ne sont pas systématiquement convergents (contrat d'agence, etc.).

S'il devait être fait un bref historique des origines de la comptabilité financière ou plus globalement de l'information financière, il y aurait lieu de s'en référer aux textes sumériens écrits sur des tablettes d'argile datant de plus de cinq mille ans. Plus généralement, l'on s'accorde sur le fait que la comptabilité remonte au XIV<sup>ème</sup>, XV<sup>ème</sup> siècle, et résulte de l'essor des échanges économiques constatés notamment en Italie dans les régions de Gênes, Venise, etc. Le père fondateur de ce qui fut qualifié de « méthode vénitienne » (fondée sur le principe de la « partie double », et codifiée de façon définitive en 1494) n'est autre que le professeur de mathématique de Léonard de Vinci, à savoir Luca Pacioli.

Il convient donc d'observer que le développement de la chose comptable va donc de pair avec le développement de l'essor économique et plus spécifiquement à l'époque, avec celui des « compagnies » (période d'essor du commerce maritime) dont l'objet était de rassembler différents apporteurs de fonds (investisseurs), la comptabilité permettant alors un suivi du patrimoine et des activités de la « compagnie » de façon distincte de ceux de ses propriétaires.

En France, le premier texte régissant l'activité comptable des commerçants n'est autre que « l'édit pour le commerce des marchands de gros et de détail » de Colbert (1673).

Pour autant, la comptabilité qui est à l'origine de la séparation du patrimoine entre propriétaires et dirigeants, ne fait l'objet que d'un suivi très rudimentaire dans certaines entreprises industrielles créées à l'initiative de l'Etat (manufacture des Gobelins [1662], Saint-Gobain [1665], etc.).

Ainsi, jusqu'à la deuxième moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle les évolutions demeurent lentes ; ça n'est en effet qu'à cette époque qu'une certaine accélération va pouvoir être constatée grâce à l'introduction en Angleterre (loi de 1862) et en France (loi de 1867) de sociétés limitant la responsabilité des associés.

Ceci s'effectue concomitamment au développement des marchés de capitaux (création du London Stock Exchange en 1773, du palais Brongniart en 1808 sur ordre de Napoléon, etc.), à la création des premiers cabinets d'audit anglo-saxons, à la création en France de la fonction de commissaire de sociétés (via la loi de 1867), etc.

Le fait de devoir rendre compte assura un développement de l'intérêt pour la matière comptable. Pour autant, celle-ci n'était pas uniformisée, standardisée. Mais ça n'est véritablement qu'à compter du crash de 1929 qu'une véritable régulation de l'information financière des entreprises fut mise en place, avec le développement de normes comptables appropriées (adoption de GAAP <sup>3</sup> en 1936), d'instituts de normalisation et de contrôle (création de la SEC <sup>4</sup> en 1933/34), etc. De façon quasi-simultanée des évolutions comparables ont été constatées en France, notamment au travers du décret-loi de 1935 (portant obligation pour l'un au moins des commissaires de sociétés de disposer de compétences reconnues en matière comptable), etc.

En outre, au-delà même de ces développements nationaux, l'internationalisation de l'activité économique des entreprises a conduit par la suite à la création au niveau supranational de l'IFAC <sup>5</sup> et de l'IASC <sup>6</sup> (au cours de la décennie 1970).

En dépit de ce corpus de normes reconnues internationalement, l'incompréhension de certains destinataires de l'information financière fut grande lors de la publication de données chiffrées radicalement différentes suivant les normes retenues (cas notamment des groupes faisant l'objet d'une cotation sur le marché américain, se trouvant dans l'obligation de publier un jeu de comptes dans le standard local – US-GAAP -, outre celui de leur place financière d'origine, avec à la clé des données non comparables, les principes en cause étant à certains égards forts différents).

---

<sup>3</sup> GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles.*

<sup>4</sup> SEC – *Securities and Exchange Commission.*

<sup>5</sup> IFAC – *International Federation of Accountants.*

<sup>6</sup> IASC – *International Accounting Standards Committee.*

L'acuité de la problématique de l'information financière a donc été remise sur le devant de la scène, et ce d'autant plus qu'à cela se sont greffés des scandales d'importance significative. Ainsi peut-on faire référence notamment aux scandales résultant de manipulations comptables qui se sont produits tant en Europe (Parmalat, Ahold, etc.) qu'outre-Atlantique (Enron, Worldcom, etc.). Une analyse plus détaillée en est faite dans le chapitre suivant de l'ouvrage.

## ***Chapitre II : Créativité comptable, distorsions et manipulations.***

Ce chapitre est l'occasion d'entrer plus en détail dans des illustrations pratiques de distorsions et manipulations comptables, soit en d'autres termes dans ce qu'il est convenu d'appeler la « comptabilité créative ». Celle-ci est définie assez simplement comme étant « le fait d'utiliser les failles des règles comptables afin de faire dire aux chiffres ce que l'on souhaite qu'ils disent ». De plus des expressions assez fortes sont rattachées à tel ou tel type de détournement des règles du corpus applicable, telles que la « culture de la tromperie », ou « l'art de l'escamotage », etc.

Une typologie des malversations est communiquée, celle-ci étant empruntée au Professeur Howard Schilit<sup>7</sup>, et peut être récapitulée comme suit :

- « carabistouille n°1 : reconnaître un chiffre d'affaires trop tôt ou d'une qualité douteuse » ;
- « carabistouille n°2 : reconnaître un chiffre d'affaires fictif » ;
- « carabistouille n°3 : gonfler le résultat avec des gains non récurrents » ;
- « carabistouille n°4 : décaler les charges de l'exercice en cours vers une période antérieure ou ultérieure » ;
- « carabistouille n°5 : ne pas enregistrer les engagements et dettes, ou les réduire indûment » ;
- « carabistouille n°6 : décaler une partie des revenus de l'exercice en cours vers un exercice ultérieur » ;
- « carabistouille n°7 : anticiper les charges futures sur l'exercice en cours ».

Au-delà même de cette typologie des distorsions et manipulations comptables, de nombreuses illustrations de fraudes sont reprises de situations réelles. Ainsi, le cas de l'affaire Enron est-il abondamment développé, dans la mesure où le *management* du groupe a fait usage de tromperies diverses qui permettent d'illustrer par la pratique quelques unes des distorsions ayant fait l'objet de la classification qui précède.

Parmi les interprétations les plus douteuses des règles comptables, le cas des montages « déconsolidants » d'Enron est développé, ayant notamment eu recours à de telles stratégies d'ingénierie financière afin de

---

<sup>7</sup> O. Schilit, *Financial Shenanigans : how to detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reporting*, Mc Graw & Hill (2002).

sortir de son bilan certains actifs douteux ou certains éléments de passif, via des *Special Purpose Entities* - SPE -, ou *Special Purpose Vehicles* - SPV -.

Indiquons que ces mêmes structures « *ad hoc* » ont été mises en place pour des opérations de « *lease back* » (cession-bail) dont l'objet est généralement de dégager une plus-value sur une opération de cession d'actif dont le cédant conserve l'usage par le biais d'un bail de location consenti par le cessionnaire (nouvellement propriétaire du bien). De la sorte, le résultat du cédant s'en trouve amélioré tout comme sa situation de trésorerie (en raison du produit de cession perçu).

Au cas du groupe Enron d'autres manipulations ont également consisté à « truquer » la présentation du compte de résultat via une interprétation discutable du traitement comptable des opérations de courtage sur contrat d'énergie (sur base des US-GAAP<sup>8</sup> trouvant application) ; seule la marge réalisée sur l'activité d'intermédiation aurait ainsi dû être appréhendée dans les comptes et non l'ensemble du montant du contrat d'énergie en cause. Le volume d'activité a donc de la sorte été majoré de façon factice, le chiffre d'affaires publié sur le marché allant croissant mais à un rythme ne correspondant pas à la réalité des opérations réalisées par le groupe. De nombreux autres cas de fraudes comptables sont cités concernant ce même groupe, mais aussi des groupes français, tels que le Crédit Lyonnais, ou encore Videndi-Universal, etc.

En outre, les auteurs relèvent que l'ensemble des opérateurs de la chaîne sécuritaire de l'information financière ont été défaillant dans le cas du groupe de Houston : la presse spécialisée, les analystes financiers, les agences de notation, l'auditeur (Arthur Andersen), la SEC, etc. Aucun n'a ainsi anticipé ce qui se tramait de longue date. Plus surprenant encore est le fait que ce groupe était considéré comme étant *leader* en matière d'application des principes de bonne *gouvernance d'entreprise*, via notamment la composition de son comité d'audit (comprenant notamment le doyen de la *Stanford Graduate School of Business*, etc.).

Sur base de l'ensemble de ces éléments, sont mises en exergue les difficultés intrinsèques liées à la correcte appréhension au plan financier des transactions d'une entreprise, *a fortiori* d'un groupe de sociétés. La chose comptable est donc affaire de convention, mais aussi de jugement (cf. propos du Professeur Roman Weil<sup>9</sup> de l'université de Chicago).

Ceci renvoi donc incidemment aux notions fondamentales du Code de Commerce que sont, la sincérité, la régularité et que l'image fidèle des comptes. Il est extrêmement difficile d'appréhender d'un point de vue pratique ce que sont la sincérité et l'image fidèle des comptes. L'absence de clarification de ces

---

<sup>8</sup> US-GAAP – *United States - Generally Accepted Accounting Principles*.

<sup>9</sup> R. Weil, “*On the balance sheet everything except the date involves a judgment*”, *Financial Times*, 25 avril 2003.



notions dans le corpus législatif et réglementaire renvoie le lecteur aux distorsions et manipulations comptables développées précédemment (le flou entretenu est source d'approximation et d'interprétations avec les aléas que nous connaissons).

La seule notion qui trouve grâce aux yeux des auteurs, mais aussi auprès de certains professionnels (tels que la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes) est donc la régularité des comptes : « la fidélité ne peut [ ainsi ] s'apprécier [ que ] par rapport à une réalité qui n'a pas d'existence en soit ; l'image fidèle résulte de l'application de bonne foi des règles comptables ». Ainsi, sincérité et fidélité tendraient à se confondre en pratique avec la régularité.

Une approche par les flux de trésorerie ferait moins appel aux conventions comptables évoquées précédemment ; l'arbitraire serait moindre et donc la pertinence de l'information serait plus importante. Pour autant les indicateurs utilisés par les entreprises n'étant bien souvent pas normés (EBIT<sup>10</sup>, EBITDA<sup>11</sup>, etc.), les travers d'une communication financière arbitraire demeurent. Tout ceci conduit à présent à s'interroger sur les défis posés par la normalisation.

### ***Chapitre III : Les défis de la normalisation.***

Les enjeux de la normalisation de l'information financière ne peuvent pas se réduire à la lutte contre la fraude comptable. L'un de ses objectifs premiers étant en effet d'assurer la publication d'une information financière de qualité.

Cette qualité passe par des normes qui assurent la pertinence, la fiabilité et la comparabilité des données des entreprises. Ces trois principaux objectifs rattachés au processus de la normalisation ne sont pas systématiquement convergents. Ainsi, certaines oppositions entre ces différents objectifs assignés à la norme peuvent parfois être constatées ; ainsi en va-t-il notamment du binôme pertinence/fiabilité (par référence à Albert Einstein disant que « tout ce qui compte ne peut pas être compté, et que tout ce qui peut être compté ne compte pas forcément »), de celui pertinence/comparabilité, voire encore comparabilité/fiabilité. En conséquence, la norme n'est donc pas neutre, et résulte parfois du fruit d'un nécessaire compromis. Ainsi, « beaucoup de ces normes ont, dans une certaine mesure, des effets sur le comportement des entreprises et de l'économie ».

De ce constat factuel, et des cas de fraudes indiqués précédemment, découle un débat voire une opposition entre les tenants des normes dites « *rules based* » ou « *principles based* ». Ceci revient à s'interroger sur le fait de savoir si le corpus de normes doit être fondé sur des principes généraux (« *principles based* ») ou au contraire sur des règles extrêmement précises (« *rules based* »), étant entendu que dans ce dernier cas, il y

---

<sup>10</sup> EBIT – Earnings Before Interests and Taxes.

<sup>11</sup> EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization.

aura toujours un opérateur pour détourner la règle via un montage financier élaboré (cf. supra). Il est d'usage de considérer que les normes comptables internationales ont une approche fondée sur les principes (sous-tendus par des objectifs à atteindre), alors que les normes américaines ont quant à elles une préférence marquée pour des règles précises.

L'opposition ainsi mise en avant entre règles et principes se doit cependant d'être tempérée dans la mesure où, sur un plan pratique, il est parfois nécessaire y compris pour un organisme de normalisation qui entend suivre une démarche fondée sur des principes, de communiquer des interprétations complémentaires à l'attention des praticiens (afin d'assurer une certaine homogénéité des pratiques).

Ainsi, l'antinomie entre un corps de normes fondé sur des règles et un autre fondé sur des principes peut être utilisé dans le cadre d'une première approche, mais ne permet qu'une classification sommaire, qui s'avère être insuffisante à une bonne compréhension du dispositif.

Précisons également que le débat relatif à cette dichotomie règles/principes ne doit pas être confondu avec ce qui est communément qualifié d'approche juridique ou économique de la comptabilité ; cette opposition fait souvent débat, et est communément véhiculée sous le vocable d'approche continentale ou d'approche anglo-saxonne de la normalisation comptable. Quelle que soit l'orientation retenue, indiquons que « l'entreprise ne se réduit pas au texte des contrats qu'elle a signés, ni à des flux financiers ».

L'approche économique des transactions de l'entreprise a pour vertu supposée de mieux faire apparaître la réalité des opérations (principe dit du « *substance over form* »). Dans la mesure où des éléments futurs sont nécessaires à l'application de ces principes, il n'est pas inutile de rappeler que le jugement du préparateur de comptes n'est pas sans incidences sur les choix qui sont faits, et les résultats qui sont obtenus.

« Quelle que soit la clarté de ses principes directeurs, la normalisation comptable n'est jamais une entreprise de stricte déduction positive : il faut la voir comme la résultante des rapports de force entre utilisateurs, qui eux-mêmes reflètent les équilibres entre acteurs qui caractérisent un écosystème financier. Derrière presque chaque discussion sur les normes comptables, il y a des intérêts en jeu, des gagnants et des perdants. La perception de ces intérêts est essentielle pour comprendre les débats comptables ».

Si besoin était d'illustrer le propos, il suffirait en la matière de s'en référer aux enjeux suscités par la normalisation du traitement des « *stocks options* », ou encore à celle relative aux rapprochements d'entreprises évalués suivant la méthode de la mise en commun d'intérêts – dite du « *pooling of interest* » -. De plus, si un doute subsistait encore quant aux enjeux, il faudrait alors rappeler le cas de la polémique et de l'activité de *lobbying* suscités au cours des dernières années quant aux normes afférentes aux instruments

financiers, à savoir dans le référentiel de l'IASB<sup>12</sup> les normes IAS 32 et IAS 39. Certains y ont vu une sorte de dernier rempart du « capitalisme rhénan » par opposition au capitalisme anglo-saxon (cf. infra *chapitre IV – Un nouveau capitalisme*).

Précisons enfin que, dans un certain nombre de cas, la normalisation comptable sert également de vecteur de contrôle aux organismes de régulation prudentielle (cas du secteur bancaire, du secteur des assurances, etc.). Ainsi est-il permis de fait, d'observer les limites de l'autonomie de la normalisation comptable.

A l'issue de ces remarques relatives aux défis posés par la communication de l'information financière et aux enjeux de sa normalisation, il est temps à présent d'observer le rôle des différentes parties prenantes de l'écosystème financier, notamment à la suite des scandales qui ont été relatés dans la première partie de l'ouvrage. Le chapitre suivant traite plus amplement des évolutions récentes du capitalisme.

## **Partie II – Le nouveau monde de l'information financière**

### ***Chapitre IV : Un nouveau capitalisme.***

Le caractère central pris par le débat afférent à l'information financière est le fruit tant des scandales récents, que de la crise boursière résultant de l'éclatement de la bulle technologique. La compréhension des enjeux tant futurs qu'actuels liés à l'information financière passe également par une analyse des mutations « impactant » le capitalisme, les évolutions en cours affectant la normalisation comptable n'étant qu'un aspect d'une évolution plus globale dudit système capitaliste.

Observons en cette matière que les divergences qui pouvaient être constatées au cours de la décennie 1990 entre ce que l'on qualifiait alors de « capitalisme rhénan » (par référence à l'essai de Michel Albert<sup>13</sup>) et de « capitalisme anglo-saxon » tendent à s'estomper. Ainsi retrouve t'on aujourd'hui des éléments qui caractérisaient par le passé le « capitalisme rhénan » dans les systèmes économiques de type anglo-saxon et inversement. Dès lors, cette opposition n'a plus lieu d'être, et se trouve dorénavant supplantée par une typologie nouvelle. Ainsi est-il permis de faire référence au « capitalisme contractuel » et au « capitalisme relationnel ».

Au cas du « capitalisme relationnel », « les relations entre individus, forgées par exemple au gré d'études communes ou de proximités sociales ou politiques jouent un rôle prépondérant dans l'allocation des financements externes des entreprises ». Au cas du « capitalisme contractuel », « les relations personnelles ne sont pas [ aussi ] déterminantes et... les décisions économiques se prennent de manière [ plus ]

---

<sup>12</sup> IASB – *International Accounting Standards Board*.

<sup>13</sup> Albert M., *Capitalisme contre capitalisme*, Seuil, 1991, 315 pages.

« anonyme » » ; on retrouve dans un capitalisme de cette nature une présence forte et structurée des marchés financiers, alors que les financements s'effectuent plus volontiers via l'Etat, les banques commerciales ou des structures de « *private equity* » dans le premier cas.

La France se rapprocherait plus du « capitalisme relationnel ». Observons que dans celui-ci l'information financière n'a pas la même importance relative que dans le « capitalisme contractuel », les parties prenantes ayant recours à différentes sources d'information, la comptabilité étant alors considérée comme une source parmi d'autres, sans qu'il s'agisse pour autant systématiquement de la principale.

Au sein même de ces deux grands pôles du capitalisme financier, il convient d'observer que des changements d'importance se sont produits au cours des dernières années. Ainsi en va-t-il des rapprochements d'entreprises (opérations de fusions, acquisitions, etc.) qui se sont multipliés, tout comme d'ailleurs des mutations technologiques. Les premières n'ont pas été sans incidences sur les états financiers des groupes (outre les opérations d'ingénierie financière), tant via les incorporels (*goodwills*, etc.) que les variations de périmètre de consolidation (avec les aléas qui en résultent en terme de « clarté » et de transparence de l'information communiquée). Les secondes quant à elles ont entraînés des transactions qui au plan des normes comptables n'étaient pas normalisées (opérations de troc publicitaire sur les sites de partenaires de la firme, etc.), et donc des biais quant au traitement de celles-ci pour la préparation des rapports annuels, ainsi qu'un accès facilité aux données de l'entreprise.

Observons aussi au titre des mutations caractérisant le capitalisme financier contemporain, la « cupidité contagieuse » des dirigeants d'entreprises. Ceci est le résultat pour une grande partie de l'antinomie usuelle dite de la relation d'agence, mais plus spécifiquement encore des modes de rétributions qui se sont répandus. Ainsi en est-il des *stocks options* qui au lieu de réduire les divergences d'intérêts entre les mandataires sociaux et l'actionnariat, ont au contraire eu tendance à conduire ces derniers à procéder à des manipulations des cours des titres de référence, via des manipulations comptables en tous genres (cf. supra pour ce qui des illustrations). Dans ce cadre, le rôle des « gardiens du temple » est à présent commenté.

### ***Chapitre V : Les auditeurs sous surveillance.***

Les scandales comptables et financiers auxquels il a été fait référence, ont généré ce que l'on pourrait appeler des dommages collatéraux à ceux qui avaient la charge de certifier la sincérité et la régularité de l'information qui était communiquée aux marchés, à savoir plus explicitement à la profession d'auditeur soit dans le vocable français à celle de commissaire aux comptes.

L'audit légal s'est donc trouvé pris dans la tempête résultant de l'importance relative de ces fraudes, d'autant que le fait que le métier d'auditeur soit très fortement « empreint de technique », a entraîné un

système d'autorégulation de la profession (contrôles qualités réalisés par des pairs – « *peer review* » -, normes professionnelles d'audit, etc.), d'autant plus sujet à critiques en périodes de crise.

Ce système tend à être remis en cause, à plus forte raison dans un environnement dans lequel on constate une très forte concentration des mandats d'audit légal auprès de quelques firmes, véritables multinationales (le marché de l'audit s'étant concentré à tel point que l'on en arrive à une situation d'oligopole dans laquelle les opérateurs sont réduits au nombre de quatre, dits « *big four* »).

Les Etats-Unis ont initié la marche, via le dispositif « Sarbanes-Oxley » ; ainsi, dorénavant, le caractère autorégulé de la profession est-il remis en cause à la suite de la mise en place du PCAOB<sup>14</sup>. Des institutions comparables ont aussi été instituées au sein de divers Etats membres de l'Union Européenne (cf. en France le cas du « H3C », à savoir le Haut Conseil du Commissariat aux Comptes), pour faire le pendant des Etats-Unis. Le processus d'élaboration des normes d'audit est affecté par la mise en place de ces nouvelles instances, la régulation de l'activité des professionnels étant à présent plus amplement partagée avec des représentants de l'Etat. C'est là le signe de « l'intérêt public » pris nouvellement par l'information comptable et financière, et par la fonction remplie par les auditeurs.

De ce même intérêt du public et de « l'intérêt public » suscité par l'information financière, il résulte de profondes évolutions dans l'économie générale du système des activités des auditeurs. Ainsi, les missions de conseil qui représentaient une proportion significative du volume d'affaires de la profession sont à présent réduites à « peau de chagrin » du fait de l'instauration d'incompatibilités nouvelles interdisant aux auditeurs un certain nombre de missions considérées comme risquées du fait des conflits d'intérêts sous-jacents. Les principales firmes se sont donc départies de leurs activités de conseil (tel est le cas par exemple de KPMG avec son département juridique et fiscal – Fidal, Klegal,... - notamment, etc.).

Les mêmes scandales ont aussi eu des effets dans les esprits, à tel point que la relation auditeur-audit a changé (ce changement se matérialise en pratique par la mise en place de comités d'audit, de comités de rémunérations, etc.).

Dans cet environnement changeant, en mutation, il y a lieu à présent de s'interroger sur les investisseurs.

### ***Chapitre VI : Les investisseurs au pouvoir ?***

Après avoir mis en évidence le rôle des acteurs se situant en amont de la chaîne de l'information financière, celui de ceux se trouvant en aval se doit d'être étudié. Ainsi en va-t-il du cas des investisseurs. Observons tout d'abord la place qui est occupée par les investisseurs institutionnels,

---

<sup>14</sup> PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*.

incluant les fonds de pension (dans les pays dans lesquels les retraites sont financées par capitalisation), les fonds mutuels (plus connus en France sous les acronymes SICAV <sup>15</sup> et FCP <sup>16</sup>), ainsi que les compagnies d'assurances et les banques.

Outre les investisseurs eux-mêmes, se situent aussi en aval de la chaîne, les analystes financiers, les agences de notation, etc. Le rôle de ces derniers a été grandement remis en cause à la suite des « affaires », à l'instar de celui des auditeurs (pour lesquels une « mise sous surveillance » a été instituée, voir supra).

Les principaux dysfonctionnements constatés ont trait à l'analyse financière dite « *sell side* ». Ces départements d'analyse bien souvent intégrés soit dans les banques d'investissements, soit dans les sociétés de courtage, ont été très fortement secoués par les scandales. Ceci résulte du fait que, dans certains cas, a été mise en exergue un manque d'objectivité des analyses qui étaient conduites, voire dans d'autres, un caractère volontairement erroné des analyses diffusées auprès des intervenants de la place.

Là aussi, une mise sous surveillance a donc été décidée par les pouvoirs publics, ou plus précisément l'instauration de ce qui a été appelé une « muraille de Chine » dont l'objet est d'éviter autant que faire se peut, les conflits d'intérêts entre les activités d'analyse et celles d'ingénierie financière, dites de banque d'investissement.

Les auteurs s'interrogent sur le devenir de l'analyse financière « *sell side* », celle-ci ayant été communiquée gratuitement par le passé, la régulation nouvellement mise en place la concernant prévoyant des financements indépendants (visant à assurer son objectivité), ce qui revient à dire que les analyses en cause devront être facturées aux tiers (à tout le moins dans le cas Nord-américain). Du fait des pratiques antérieures (gratuité de l'information pour les investisseurs), la survie de ce pan d'activité de l'analyse financière est posée, et n'est pas assurée !

Outre la remise en cause des fonctions remplies par l'analyse financière, celle des agences de notation n'est pas épargnée. Des travaux de *rating* qui ont été menés, il ne résulte pas de caractère prédictif des défaillances d'entreprise. Cette perception se trouve au demeurant reflétée par le marché dans la mesure où le « *spread* » (défini comme étant la surprime pour l'accès au marché du crédit du fait du risque de défaut du débiteur) ne correspond pas systématiquement à la notation attribuée par l'agence. Il résulte de cette observation que le devenir de cette activité est là aussi posée !

---

<sup>15</sup> SICAV – Société d'investissement à Capital Variable.

<sup>16</sup> FCP – Fond Commun de Placements.

Quoi qu'il en soit, si les actionnaires individuels et institutionnels sont restés « muets » durant un laps de temps assez long, la période actuelle est constitutive d'une phase de changement, de transition. Ainsi, sous l'impulsion des fonds de pension anglo-saxons (tels que CalPERS, etc.), des pressions sont exercées sur le *management* des firmes dans lesquelles des investissements sont effectués. Elles prennent communément la forme d'actions visant à améliorer les procédures de gouvernement d'entreprise ; plus récemment, ces actions ont visé à redonner aux assemblées générales d'actionnaires leur véritable rôle d'organe de décision (et on plus de simples chambres d'enregistrement). Concernant ce dernier point, en dépit de quelques avancées, les résultats atteints demeurent tout de même modestes.

Observons que la relation entre les actionnaires et le *management* tend principalement aux Etats-Unis, dans les cas de conflits, à se résoudre par la voie judiciaire, via des procédures collectives – dites dans le vocable Nord-Américain « *class actions* » -, ou au travers de procédures de conciliation ; d'arbitrage. Une régulation judiciaire tend ainsi à se mettre en œuvre (cf. infra pour des commentaires plus sur le processus de régulation).

Du fait que les marchés des capitaux n'ont pas de frontières (pour preuve si besoin était, cf. l'accroissement de la proportion de la capitalisation boursière des entreprises de la place de Paris qui est détenue plus que par le passé, par des « investisseurs étrangers » - non résidents -), des opérations de cette nature sont très probablement amenées à trouver un écho de ce côté ci de l'Atlantique.

Au cas de la France, il n'est pas d'action équivalente à celle des « *class actions* ». En revanche, des structures associatives se sont constituées telles que l'ADAM<sup>17</sup>, et ont remporté de francs succès en justice après avoir assigné des entreprises au motif de déficiences constatées concernant l'information financière communiquée. Toujours au cas de cette même association d'actionnaires, précisons que celle-ci s'est ralliée à des « *class actions* » encore pendantes, intentées sur le territoire américain contre le groupe Vivendi-Universal notamment.

La relation avec les investisseurs a donc grandement changé à la suite des affaires constatées au cours des années récentes. Ces derniers sont donc en attente d'une information comptable et financière plus transparente, d'une normalisation comptable remplissant cet objectif de transparence, et d'audits de qualité conduits par les professionnels en ayant la charge. L'information financière est en conséquence, un enjeu du débat « d'intérêt public ».

Il en résulte que « la régulation financière se trouve à la croisée des chemins », ce qui sera développé plus avant dans le chapitre suivant.

---

<sup>17</sup> ADAM – Association de Défense des Actionnaires Minoritaires.

## **Chapitre VII : La régulation financière à la croisée des chemins.**

D'un point de vue historique, c'est souvent à l'issue de crises financières que des mesures de régulations sont mises en place (cf. supra création de la SEC à la suite de la crise de 1929, du PCAOB ou du « H3C » plus récemment,...). Au fil du temps, il est permis de constater que les institutions qui assurent la régulation d'un marché ou d'une activité donnés ont tendance à se superposer, à défaut de délégation (ainsi en va-t-il par exemple du cas de la normalisation comptable française dans laquelle interviennent le ministère des Finances, le CNC<sup>18</sup>, le CRC<sup>19</sup>, l'Union Européenne,... voire encore au cas des Etats-Unis, pour lesquels cette régulation est assurée par la SEC, via le FASB,...). Au-delà même de ce phénomène « d'empilage » au sein d'un Etat donné, certaines instances ont aussi des compétences supranationales (IASB, EFRAG<sup>20</sup>, etc.), ce qui ne facilite pas la « grille de lecture », et donc la compréhension des choses.

La régulation pose problème car elle se doit d'être proportionnée, mesurée, au regard des éléments qu'elle est sensée prévenir ou au contraire guider, canaliser ; l'arbitrage entre les mesures n'est pas sans conséquences, et peut donc constituer un frein au développement. Sur un plan conceptuel, il est d'usage de distinguer un mode de régulation *a priori* (approche française) et un autre dit *a posteriori* (approche anglo-saxonne).

En outre, comme cela a été indiqué dans les chapitres qui précèdent, la régulation des activités financières fait souvent l'objet d'un partage entre la sphère publique et la sphère privée (via le contrôle par les pairs) ; cette imbrication public-privé n'est pas le fruit d'un mélange des genres, mais résulte du caractère technique des positions qui sont débattues, ce qui induit donc une connaissance fine des sujets et des enjeux, et une bonne compréhension de la problématique d'ensemble.

Ceci renvoi aussi, en conséquence, au questionnement fameux de Juvénal datant de dix-neuf siècles : « *quis custodiet ipsos custodias ?* », soit en d'autres termes, « qui contrôle les contrôleurs eux-mêmes ? ». La question demeure à l'évidence d'actualité, et ce, dans la mesure où le régulateur est en quelque sorte le délégataire de l'autorité publique, ce qui induit donc un nécessaire contrôle démocratique. Rappelons aussi que ce contrôle se justifie par « l'intérêt public » que revêt l'information financière.

L'acuité du questionnement a d'autant plus de portée que l'IASB, organisme privé de normalisation comptable internationale, ne fait à ce jour l'objet d'aucun contrôle démocratique. Il est donc permis de s'interroger sur le devenir de cette instance de normalisation supranationale, sans fondement

---

<sup>18</sup> CNC – Conseil National de la Comptabilité.

<sup>19</sup> CRC – Conseil de la Réglementation Comptable.

<sup>20</sup> European Financial Advisory European Group.



démocratique avéré, l'IASB rendant seulement compte aux administrateurs (« trustees ») de la fondation de l'IASC<sup>21</sup>. La normalisation se trouve ainsi à la croisée des chemins.

#### **IV - Eléments de bibliographie**

- AUTRET M., GALICHON A., GELARD G., NEUVILLE C., JOLY A., *La comptabilité peut-elle dire le vrai ?*, Revue Française de comptabilité n°365, avril 2004, pages 41 à 49.
- C. BEBEAR, P. MANIERE, *Ils vont tuer le capitalisme*, Plon, Paris, 2003, 222 pages.
- C. de BOISSIEU, J-H LORENZI, J. MISTRAL, *Les normes comptables et le monde post-Enron*, rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, 2003, 159 pages.
- P-Y GOMEZ, *La République des actionnaires*, Syros, Paris, 2001, 216 pages.
- J. MONTALDO, *Le marché aux voleurs*, Albin Michel, Paris, 2003, 397 pages.
- F. ROCHE, *Le bal des initiés. Radioscopie de la planète finance*, Dunod, Paris, 2003, 232 pages.

---

<sup>21</sup> IASC – International Accounting Standards Committee.