

ANALYSES

Régulation, transparence et crises PAR DONALD CALLAHAN (*)

« Sarbanes Oxley » à la lumière des subprimes

La crise financière liée au crédit immobilier devrait pousser les autorités à renforcer la législation. Mais un premier bilan de l'application de la loi Sarbanes Oxley fait apparaître une situation contrastée.

Au premier semestre 2007, quinze grands groupes français cotés à New York (Nyse) ont fourni à la SEC (Securities and Exchange Commission) une certification sur l'efficacité de leur contrôle interne, accompagnée d'un rapport d'attestation de l'auditeur externe. Aucun *material weakness* susceptible de compromettre le reporting financier n'a été signalé. Passée presque inaperçue à l'heure des subprimes, cette certification est exigée par la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley (SOX), qui s'applique depuis 2006 aux sociétés non américaines cotées aux États-Unis.

La loi Sarbanes-Oxley est emblématique de la vague de régulation – la plus importante depuis la Grande Dépression – qui frappe les entreprises ces cinq dernières années. Après l'affaire Enron, la loi visait à rétablir la confiance des marchés financiers, en imposant un ensemble d'exigences lourdes sur les sociétés et les cabinets d'audit. Avec la crise des subprimes, cette vague réglementaire risque de s'amplifier, cette fois-ci avec les banques d'investissement et les agences de notation dans le collimateur.

Bénéfices indiscutables. Suite à la « première année SOX » en France, le bilan de sa mise en application est contrasté. Au-delà de la bonne nouvelle d'une transition réussie de nos grands groupes, la loi Sarbanes-Oxley a été l'occasion d'une amélioration réelle et importante de leur contrôle interne. Les processus et les contrôles ont été mieux formalisés et documentés, tandis que de nombreuses déficiences plus ou moins importantes ont été corrigées. Au niveau d'un groupe, ce sont des bénéfices indiscutables.

Toutefois, sur un plan plus macro-économique, on peut s'interroger sur l'efficacité de la loi pour prévenir de nouveaux scandales comptables. Le texte de SOX répond point par point à l'affaire Enron, autrement dit au passé. Dans une économie mondiale dynamique, la régulation est souvent « en retard d'une guerre ». À titre d'exemple, la complexe régle-



mentation bancaire Bâle II n'a pas pu empêcher cet été une crise systémique déclenchée par les subprimes. Cette interrogation est d'autant plus pertinente que la loi Sarbanes-Oxley est toujours fortement contestée aux États-Unis pour ses contraintes juridiques lourdes et pour les coûts excessifs de la section 404.

On souligne sa responsabilité au moins partielle dans une certaine perte d'attractivité de la place de New York, notamment pour les sociétés des pays émergents, au profit de Londres où la réglementation est moins pesante. D'ailleurs, quelques groupes européens ont déjà choisi de sortir de la Bourse américaine. En effet, les « chantiers 404 » se sont révélés difficiles et coûteux, en France comme ailleurs. Les groupes ont mobilisé des équipes importantes à tous les échelons de l'organisation. Sous la pression d'auditeurs exigeants, ils ont multiplié les contrôles – souvent des vérifications manuelles tatillonnes – sur les processus financiers et opérationnels. De même, les processus informatiques sensibles tels que la gestion des habilitations ou des changements ont été traités dans des chantiers spécifiques.

Si les coûts totaux sont difficiles à appréhender, l'évolution des honoraires d'audit – une part significative mais minoritaire des coûts – est une information publique. La plupart de ces groupes ont subi des augmentations impressionnantes, allant jusqu'à 98 %. Globalement, les honoraires en « première année SOX » ont progressé de 45 % (contre 11 % pour le CAC 40), soit d'envi-

ron 115 millions d'euros en valeur absolue. Cette explosion des honoraires peut paraître choquante, d'autant plus que les cabinets ont eu une part de responsabilité incontestable dans les scandales comptables. Néanmoins, il convient de rappeler qu'aux États-Unis – où le risque juridique est le plus important – les honoraires ont franchement doublé en 2004, restant aussi élevés par la suite. La progression en France a donc été moindre.

Textes ambigus. Quant aux perspectives réglementaires, les nouveaux textes – contrairement à une idée reçue – ne changent pas fondamentalement la donne, même s'ils apportent certains assouplissements. Pour l'essentiel, ils se bornent à préconiser une meilleure application de principes classiques – par exemple *materiality* – sans pour autant fournir des règles claires et quantifiées. Du point de vue juridique, les nouveaux textes sont ambigus. Faute notamment de clauses précises de type *safe harbor*, on ne peut avoir la certitude d'être en conformité, sauf par jugement le cas échéant d'un tribunal fédéral. Or le risque juridique de l'auditeur se chiffre en centaines de millions de dollars, comme en témoigne la récente sanction de 521 millions de dollars imposée à un cabinet régional

aux États-Unis.

Dans ce contexte d'incertitude réglementaire et de risque juridique élevé, il faut encore s'attendre à des « chantiers 404 » importants et à des audits exigeants. Sous le feu de la critique, certains bureaux des grands cabinets ont assoupli leurs démarches, mais l'essentiel de la loi reste en place et SOX s'installe dans la durée. ■

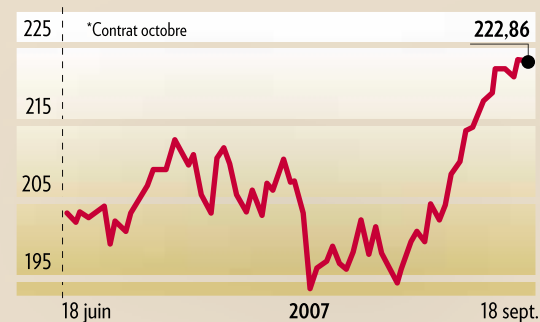
(*) Associé, Duquesne Group.

Pris sur le vif

PAR ROBERT JULES (*)

Se chauffer va coûter cher aux États-Unis cet hiver

LE FIOUL DOMESTIQUE en cents par gallon*, à New York



Le prix du baril de pétrole brut aux États-Unis a inscrit hier un nouveau record historique en passant les 81 dollars. Nombre d'analystes prévoient qu'il va continuer à grimper. Plusieurs causes concourent au phénomène. Du côté des fondamentaux, les consommateurs et autres financiers spéculent, c'est-à-dire évaluent ou parient, sur un équilibre précaire entre l'offre et la demande mondiale, en raison d'une consommation qui augmente en hiver. L'Agence internationale de l'énergie estime à 87,8 millions de barils par jour (mbj) les

besoins mondiaux pour le dernier trimestre de cette année. C'est 2,1 mbj de plus qu'au troisième trimestre, soit + 2,5 %. Dans ces conditions, la décision de l'Opep de mettre 500.000 b/j sur le marché à partir du 1^{er} novembre est jugée insuffisante par le marché. À l'ère de la rationalisation financière, les pays exportateurs veulent optimiser leur rente en fonction

du contexte, mais le jeu reste périlleux. Par ailleurs, d'autres facteurs participent au renchérissement de l'or noir. Le pétrole joue désormais le rôle d'un actif comme un autre, permettant aux investisseurs de se prémunir de la baisse du dollar. En outre, les risques de guerre contre l'Iran, évoqués par le ministre français des Affaires étrangères, remettent à l'ordre du jour une prime géopolitique qui s'était résorbée ces derniers temps. Mais il n'y a pas que le brut. Plus discrètement, le cours du fioul domestique a atteint hier à New York un record historique, à près de 223 cents le gallon (3,79 litres). En décembre 2001, il cotaît environ 50 cents ! Depuis le 20 août, il s'est apprécié de près de 14,5 %. À la veille de la saison hivernale dans l'hémisphère nord, en particulier aux États-Unis, l'inquiétude porte sur le niveau des stocks américains. Malgré l'accélération de la reconstitution en cours, il reste inférieur de plus d'un tiers à celui d'il y a un an. D'ores et déjà, la facture est salée pour le consommateur américain qui fait remplir sa cuve. Mais elle pourrait l'être encore davantage si le général Hiver fait des siennes. Et comme chacun sait, la météorologie est une science encore largement imprévisible ! ■

(*) Journaliste, responsable de la page Analyses.

Retrouvez nos chroniques

Lundi : « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)

Mardi : « Les taux », par Maurice de Boissésion (Octo Finances)

Mercredi : « Pris sur le vif », par Robert Jules (« La Tribune »)

Jedi : « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)

Vendredi : « Le « Contrarian » », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)