

ANALYSES

Conséquences pour les groupes européens PAR DONALD CALLAHAN (*)

« Sarbanes-Oxley » : peut-on éviter les dérives ?

Cette loi américaine, votée après le scandale Enron, entend améliorer la transparence de la gestion des entreprises. Mais l'application de cette réglementation se révèle si lourde qu'elle crée certains problèmes contraires à l'esprit même de la loi.

A partir de l'année 2006, la loi américaine « Sarbanes-Oxley » s'applique aux groupes européens cotés à New York, non seulement à leurs filiales américaines mais à toutes leurs opérations dans le monde. En France, il s'agit notamment de la moitié du CAC 40. Votée dans la précipitation à la suite de l'affaire Enron-Andersen, la loi a engendré une controverse énorme aux États-Unis, faite de surenchères réglementaires, de paniques dans les entreprises, de conflits avec des auditeurs zélés et de coûts exorbitants. Au cœur de la polémique : la Section 404, qui exige la certification par les dirigeants de leur contrôle interne.

Surenchère. Cette obligation a été fortement alourdie, d'abord par la SEC - gendarme de la Bourse américaine -, qui a rajouté l'exigence d'un rapport d'attestation par les auditeurs externes, et ensuite par le PCAOB - régulateur des auditeurs -, qui a défini une norme très lourde (AS#2) pour ces audits. Enfin, tétanisés par le risque juridique, les cabinets d'audit ont fait preuve d'un grand « zèle » lors de la mise en application. En 2004 et 2005, les entreprises américaines ont donc ouvert des chantiers de « *compliance* » énormes. Dans un souci de prudence extrême, les grands groupes ont lancé des démarches lourdes et tous azimuts. Au lieu de focaliser les travaux sur les risques importants, ils ont cherché à maximiser la « *couverture* », travaillant sur plusieurs dizaines de milliers de contrôles sur des centaines de sites. Les cabinets d'audit sont intervenus massivement, tantôt comme audi-



Christopher Cox, président de la SEC.

LAWRENCE JACSON/AP

teur, tantôt comme consultant. Les coûts de la conformité ont explosé : environ 6 milliards de dollars en 2004 et en 2005, hors l'augmentation également spectaculaire des honoraires d'audit.

Ce retournement de situation en faveur des grands cabinets - violemment critiqués lors des scandales comptables mais devenus les grands bénéficiaires de la loi - n'est pas dénué d'ironie. À l'inventaire des « dégâts collatéraux » de la loi, il faut ajouter une perte d'attractivité des marchés financiers américains pour les sociétés des pays émergents,

“ C'EST EN RÉSISTANT AUX DÉRIVES DE LA MISE EN APPLICATION DE CETTE LOI QUE LES SOCIÉTÉS SERONT EN CONFORMITÉ AVEC SON ESPRIT... ”

notamment russes, chinoises et indiennes. En 2005, elles ont massivement boudé New York pour leurs introductions en Bourse au profit notamment de Londres, ce qui explique en partie les convoitises des Bourses américaines pour Euronext et la place de Londres.

Face à une contestation grandissante, la SEC et le PCAOB sont intervenus le 16 mai 2005, reprochant aux cabinets d'audit - comme disait la pre-

mière page du *Wall Street Journal* - « leur interprétation trop stricte... qui a entraîné des surcoûts inutiles ». Dans la foulée, ils ont publié des consignes d'interprétation - mais sans force de loi - appelant à plus de souplesse et à une meilleure prise en compte de l'appréciation des risques.

Quelques leviers « techniques ». Un an plus tard, les régulateurs ont dû constater que leurs consignes n'avaient été que partiellement respectées. Le 17 mai 2006, le PCAOB a annoncé la révision future de la norme « AS#2 » et la focalisation immédiate de ses inspections des cabinets sur les surcoûts. De son côté, la SEC a annoncé un projet de consignes officielles pour les entreprises. Par ailleurs, consciente que les dérives d'audit avaient été mal contrôlées, la SEC a réaffirmé sèchement son autorité sur le PCAOB, précisant qu'elle supervisera le processus d'inspections et que la révision de l'« AS#2 » sera soumise à son approbation.

Dans ce contexte, que peuvent faire les entreprises européennes pour éviter les dérives ? Attendre de nouvelles règles ? Se reposer toujours sur les cabinets d'audit ? Ou bien prendre leurs responsabilités ? Compte tenu du contexte réglementaire, les chefs d'entreprise et les directeurs financiers disposent d'ores et déjà de quelques leviers « techniques », notamment en termes d'appréciation des risques et en appliquant - comme suggère le régulateur - le « *jugement raisonnable du management* ». Plus globalement, ils devraient faire preuve d'une volonté de prendre des décisions comptables et de conformité réglementaire de manière plus autonome, sans s'abriter derrière les cabinets d'audit. Or une finalité majeure de la loi est justement d'obliger les dirigeants à prendre leurs responsabilités. C'est donc en sachant résister aux dérives de la mise en application de Sarbanes-Oxley que - encore une ironie - les entreprises se trouveront en conformité avec son esprit. ■

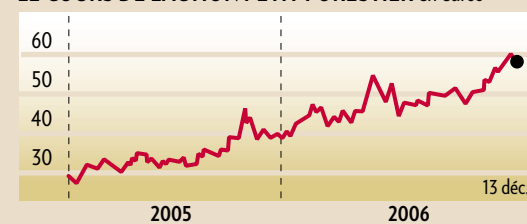
(*) Associé, Duquesne Group

Pris sur le vif

PAR PASCAL BOULARD (*)

Petit Forestier loué par son concurrent Fraikin

LE COURS DE L'ACTION PETIT FORESTIER en euros



Source : Bloomberg

L'introduction en Bourse avortée de Fraikin, leader de la location de véhicules industriels et de transport, permet de s'intéresser à une autre valeur du secteur. Petit Forestier, déjà coté, se porte fort bien et pourrait se porter encore mieux si le marché lui applique les multiples retenus par les banques qui mettent Fraikin en Bourse. La banque Fortis, qui s'est penchée sur le dossier, remarque que la fourchette retenue pour les titres Fraikin (de 14 à 16,25 euros) donne une valeur d'entreprise de 1,35 à 1,48 milliard d'euros, en ligne avec celle de Petit Forestier. Vus de loin, les deux groupes se ressemblent. Ils se sont bien développés en France avec une offre locative à court terme et à long terme,

PETIT FORESTIER S'ENGAGE DANS DES DIVERSIFICATIONS FORTEMENT LIÉES À SON MÉTIER HISTORIQUE.

et visent maintenant la croissance à l'international. Cependant, des différences existent. Petit Forestier a choisi la voie de l'intégration verticale, et fabrique ses propres petits véhicules réfrigérés. Son parc dépasse les 21.000 véhicules. Fraikin semble plus diversifié. Aujourd'hui, Petit Forestier souhaite proposer à l'international le même maillage et la même qualité de service qui a fait son succès en France. Il a mis en place une opération de « *sale lease back* » sur une partie de ses agences et intégré Pro-Systems Group, leader européen de la location de meubles frigorifiques pour les industriels de l'agroalimentaire et de la distribution. Petit Forestier s'engage donc aussi dans des diversifications fortement liées à son métier historique. Ainsi, il peut fournir le chauffeur des camions loués au travers d'une filiale spécialisée. Sur le premier semestre 2006, le chiffre d'affaires de Petit Forestier a augmenté de 11,9 % (161,6 millions d'euros), tandis que le bénéfice net a progressé de 26,3 % (7,4 millions d'euros). Sur les neuf premiers mois de l'année, le volume d'affaires est en hausse de 13,8 % (254,4 millions d'euros). Sur la base d'un bénéfice par action de 3,47 euros pour 2007 (estimation Fortis), son multiple de capitalisation ressort à 17. Celui de Fraikin est compris entre 30,9 et 35,8 selon la fourchette de prix d'introduction. Il y a donc davantage de valeur chez Petit Forestier. Et le marché ne l'a pas encore reconnu. ■

(*) Journaliste à « La Tribune »

LES PETITES ENTREPRISES PRISES EN COMPTE

Le 13 décembre, la SEC a décidé de lancer une proposition de « *consignes d'interprétation* » de la Section 404, suivie prochainement par la publication d'un nouveau standard pour les audits de contrôle interne. Les consignes sont censées alléger la complexité et les coûts de la conformité, en particulier pour les petites entreprises. En

revanche, la Commission n'a pas donné suite à la demande, en provenance notamment de Silicon Valley, de les exclure du champ d'application. Ces décisions sont le résultat d'un compromis politique et leur portée réelle reste à confirmer, mais la Commission a bien mesuré l'importance de l'enjeu - il s'agit de l'attractivité des marchés financiers américains.

Sur
La Tribune.fr

retrouvez nos chaînes

- Finances personnelles
- Économie et politique
- Carrières et emploi
- Loisirs
- Actualité boursière