

Le procès Enron, chant du cygne de la réforme financière ?

Quatre ans et demi après la faillite d'Enron, les anciens dirigeants de la firme texane font enfin face à leurs juges. Depuis la fin de janvier, la cour fédérale de Houston accueille une galerie de portraits hauts en couleur : Andrew Fastow, le directeur financier architecte des fameux montages déconsolidants ; Jeffrey Skilling, le directeur général arrogant et impulsif ; et surtout Kenneth Lay, le président et fondateur qui, à en croire l'accusation, cache de redoutables talents de manipulateur sous son apparence de grand-père affable.

Même si le verdict n'interviendra pas avant de longues semaines, ces hommes qui avaient figuré parmi les plus puissants des Etats-Unis ont peu de chances d'en sortir indemnes. De ce fait, le procès apparaît comme le point culminant d'une séquence spectaculaire de réforme financière : loi Sarbanes-Oxley renforçant la responsabilité personnelle des dirigeants et instaurant un contrôle public de la profession de l'audit ; réformes de l'analyse financière et du New York Stock Exchange (Nyse) ; nouvelles règles de gouvernance pour les fonds d'investissement ; normes comptables plus rigoureuses sur les stock-options et les engagements hors bilan ; amendes records infligées aux grandes banques d'investissement ; et mise à l'écart de toute une génération de patrons emblématiques, comme Dick Grasso (Nyse), Franklin Raines (Fannie Mae), Carly Fiorina (Hewlett-Packard), Maurice Greenberg (AIG) ou Michael Eisner (Disney). Beaucoup d'observateurs considèrent le mouvement de réforme du monde des affaires américain depuis 2002 comme le plus important depuis le New Deal qui, soixante-dix ans plus tôt, avait mis en place les institutions clés de la régulation des marchés, à commencer par la Securities and Exchange Commission (SEC) créée en 1934.

Carrière politique. Mais le temps des initiatives semble déjà passé. Du côté fédéral, l'essentiel de l'effort est venu du Sénat (à majorité démocrate jusque fin 2002) puis de la SEC sous l'impulsion de William Donaldson ; or ce vétéran respecté de Wall Street a été remplacé en juin 2005 par un politique, Chris Cox, qui se cantonne depuis un an dans une prudence proche de l'inaction. A New York, le bouillant avocat général Elliot Spitzer n'ouvre plus de nouveaux dossiers et se consacre à sa carrière politique. Les lobbies patronaux, prenant appui sur les réelles pesanteurs de gestion créées par certaines des nouvelles règles, multiplient les offensives pour abroger carrément celles-ci ou les vider de leur contenu. Ils ont obtenu récemment plusieurs succès comme l'exemption de certaines dispositions de Sarbanes-Oxley pour les entreprises moyennes, la remise en cause de la réforme des fonds mutuels, ou la restriction par la Cour Suprême en mars des possibilités de *class actions* boursières au niveau des Etats fédérés.

L'ennui, c'est qu'une grande partie des problèmes structurels révélés par Enron et les autres grands scandales de l'après-bulle n'ont pas été réglés. La qualité de l'information financière reste sujette à caution dans un contexte où les grandes firmes d'audit cherchent par tous les moyens à limiter leur responsabilité, et où les autorités publiques ne veulent pas prendre le risque de la disparition de l'une d'entre elles. Les conflits d'intérêts des investisseurs institutionnels n'ont guère disparu. Les assemblées générales restent en général une parodie de système représentatif, et les actionnaires n'ont que rarement la capacité d'influencer la composition des conseils d'administration. Les rémunérations patronales augmentent à toute allure (+27% en 2005, à plus de 11 millions de dollars en moyenne), ce dont s'inquiète même le prudent hebdomadaire *BusinessWeek*. Alors que Wall Street a renoué avec l'euphorie d'antan, ces tensions persistantes au cœur du système portent le risque de crises futures, auxquelles le gouvernement affaibli de George Bush sera moins en état de répondre.

L'inachèvement de la réforme financière affecte l'Europe autant que les Etats-Unis. Même si peu d'observateurs en ont encore pleinement pris conscience, les marchés financiers européens et américains sont de plus en plus profondément intégrés, comme l'illustre bien la bataille autour du London Stock Exchange. Dans ce grand marché transatlantique qui émerge, l'essentiel de la régulation provient des Etats-Unis du fait de la fragmentation du paysage institutionnel en Europe. Hormis l'adoption des normes comptables IFRS, décidée début 2000 en pleine euphorie, presque toutes les initiatives marquantes de réforme sont venues des Etats-Unis. Or, il est permis de penser que les entreprises européennes ont encore plus besoin de discipline que les américaines, pour assurer la protection des investisseurs et une responsabilisation adéquate des dirigeants.

La réforme financière n'est certes pas morte. Elle pourrait être revitalisée par un changement du contexte politique américain voire, même si cela semble peu probable à court terme, par des initiatives nouvelles en Europe. Espérons en tout cas que son apathie actuelle ne se révèle pas le prélude à de nouveaux désordres, et à une nouvelle perte de confiance dans un système financier déjà suffisamment fragilisé par les incertitudes géopolitiques et les grands déséquilibres monétaires mondiaux.

(*) Research Fellow au sein de Bruegel, centre indépendant de recherche et de débats sur les politiques économiques en Europe, et associé de la société de conseil ECIF.