

1. Vue d'ensemble : aggravation et extension de la crise de confiance

Au deuxième trimestre 2002 et au début du troisième, les marchés financiers mondiaux ont été exposés à plusieurs événements déroutants qui ont sapé la confiance des investisseurs. Le principal a été la publication, fin juin, d'états financiers révisés de WorldCom, géant américain des télécommunications. Apparemment, la crainte d'une multiplication de tels problèmes a accentué la chute des cours des actions en juillet, tant aux États-Unis qu'en Europe. Ce sentiment négatif a même gagné le marché des obligations d'entreprises, connu pourtant pour sa capacité de résistance, avec un ralentissement des émissions et une augmentation des primes de risque. En août, l'absence d'autres mauvaises nouvelles a semblé restaurer quelque peu la confiance, des signes indiquant le retour des investisseurs sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises.

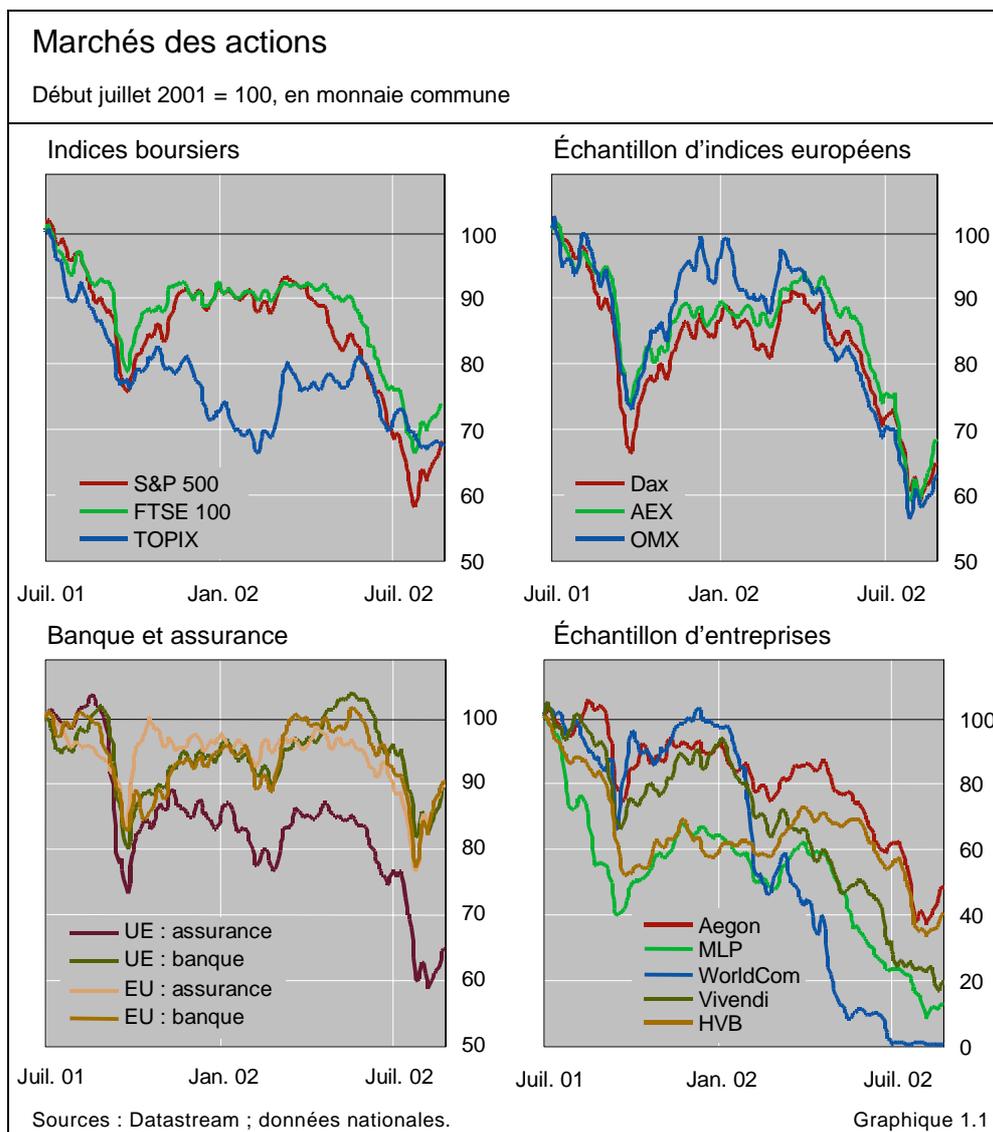
Le secteur financier ne s'est pas aussi bien comporté durant ce récent accès de faiblesse des marchés que lors des épisodes précédents. En juillet, les cours des actions des assureurs européens sont tombés au-dessous des niveaux où ils avaient chuté après le 11 septembre 2001. Les banques en Europe et les sociétés financières aux États-Unis ont enregistré non seulement une baisse de leur capitalisation boursière mais, en outre, une forte hausse des primes de risque sur leur dette. Pendant un temps, même les écarts des contrats d'échange ont commencé à refléter les préoccupations des opérateurs au sujet du risque de contrepartie dans les transactions avec les grosses banques commerciales américaines. Ces évolutions menaçant l'activité d'intermédiation étaient susceptibles d'accroître les difficultés des sociétés non financières pour se procurer des ressources.

Dans plusieurs économies émergentes, les problèmes économiques et politiques internes ont été accentués par l'intensification généralisée de l'aversion pour le risque. Les investisseurs ont surtout sanctionné les pays où les interrogations sur la viabilité des niveaux d'endettement se doublaient d'incertitudes politiques. Dans le même temps, les primes sur la dette souveraine ont eu tendance à s'accroître parallèlement à celles sur les obligations d'entreprises de notation inférieure. Néanmoins, alors que les émissions obligataires des économies émergentes se sont ralenties en juillet, les meilleures signatures ont conservé leur accès au marché.

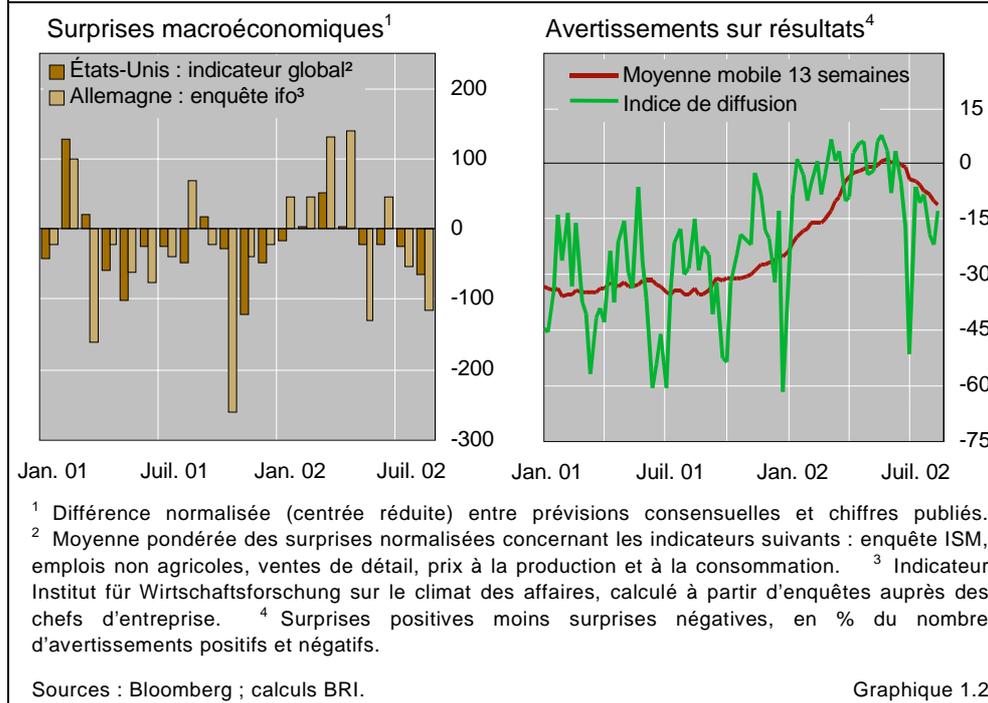
Les marchés des actions plongés dans une crise de confiance

Juste au moment où les intervenants semblaient se remettre des révélations comptables liées à la faillite d'Enron, la confiance des investisseurs a été ébranlée par une série d'événements déroutants. Fin mai-début juin 2002, des mises en garde contre la menace de nouveaux attentats et la montée des tensions politiques entre l'Inde et le Pakistan ont provoqué un repli des marchés des actions aux États-Unis et en Europe (graphique 1.1). Alors que la baisse des cours en mai épargnait le marché de Tokyo, des rumeurs concernant des enquêtes des autorités américaines sur les fabricants de mémoire informatique, le mois suivant, ont eu des répercussions néfastes sur les actions technologiques japonaises et contribué à entraîner ce marché dans le sillage des places américaines et européennes. Le coup le plus terrible porté à la confiance des investisseurs dans le monde semble avoir été la révision des états financiers, à hauteur de \$3,8 milliards, le 25 juin, de WorldCom, grosse entreprise américaine de télécommunications. En quelques jours, le fabricant américain de photocopieurs Xerox révisait lui aussi ses états

La révision des états financiers d'une entreprise : le plus grand coup porté à la confiance



Informations économiques et financières étroitement suivies



financiers, tandis qu'un journal français accusait le géant des médias Vivendi Universal d'avoir tenté de gonfler ses bénéfices.

Ces divers événements ont déclenché, sur les marchés mondiaux des actions, la baisse la plus marquée sur deux mois depuis septembre 2001. Entre le 21 mai et le 23 juillet, le S&P 500 a perdu 26 % en termes de monnaie locale, le FTSE 100 26 % également, le Dax 30 % et le TOPIX 11 %. À la fin de cette période, les cours du marché américain des actions étaient tombés à des niveaux jamais observés depuis avril 1997. L'appréciation de la monnaie européenne a encore accentué les pertes sur actions américaines pour les investisseurs de la zone euro. Néanmoins, la détérioration de la confiance ne s'est pas transformée en panique et les investisseurs ont continué de différencier les secteurs, sanctionnant surtout les télécommunications.

Un élément notable de la chute de juillet a été la façon dont les investisseurs des marchés européens ont semblé réagir de concert avec leurs homologues d'outre-Atlantique à des événements comptables qui apparaissaient essentiellement américains. Pour les uns comme les autres, la réaction immédiate aux états révisés de WorldCom le 25 juin n'a pas été particulièrement spectaculaire. Dans les deux cas, les baisses les plus sévères ont eu lieu entre le 10 et le 23 juillet, période pendant laquelle le S&P 500 a perdu 13 % et le Dax 16 %, deux autres indices boursiers en Europe cédant encore davantage : l'AEX (Pays-Bas) 19 % et l'OMX (Suède) 17 % (graphique 1.1). En juillet, les mauvaises surprises sont venues de quelques entreprises européennes, avec notamment l'annonce d'importantes pertes sur prêts par la banque allemande HVB et un avertissement sur résultats de l'assureur néerlandais Aegon. L'évolution des cours d'un jour sur l'autre donnerait à penser que la détérioration de la confiance chez les investisseurs américains et européens traduisait une crainte partagée de voir les problèmes

Réaction des investisseurs américains et européens à une crainte partagée

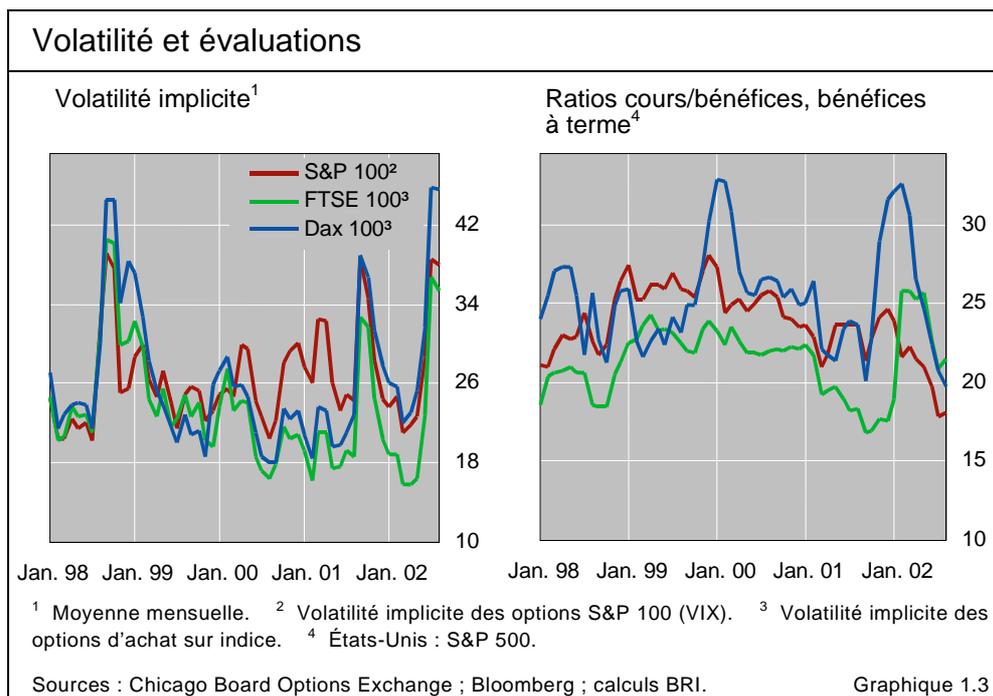
d'entreprises se multiplier. Chaque mauvaise nouvelle, qu'elle vienne des États-Unis ou d'Europe, n'a fait que renforcer cette appréhension.

Un aspect significatif de l'épisode de juillet réside dans le fait que, plus qu'auparavant, les cours des actions ont reflété une perte de confiance dans le secteur financier. Encore sous le coup des demandes d'indemnisation consécutives aux attentats du 11 septembre, ceux des actions des assureurs européens sont tombés au-dessous des niveaux où ils avaient chuté juste après cette date. Cette fois, les pertes sont venues de l'actif de leurs bilans, la rémunération de leurs placements en actions et en obligations d'entreprises devenant négative. En fait, comme les limites de solvabilité étaient atteintes, les ventes stop-loss de ces assureurs auraient contribué à amplifier le mouvement de baisse. Tant en Europe qu'aux États-Unis, les banques ont subi, elles aussi, des pertes substantielles en termes de capitalisation boursière (graphique 1.1), en raison notamment de leurs expositions envers l'Argentine et d'importantes faillites d'entreprises. Parmi les établissements américains, Citigroup et JP Morgan Chase ont vu leur cours s'effondrer fin juillet, lorsqu'ils ont été appelés devant le Congrès pour préciser leur rôle éventuel dans la dissimulation de la dette d'Enron.

Le secteur financier
durement touché

En août, les marchés des actions ont commencé à se redresser, mais de façon hésitante. Dans un premier temps, ils se sont repliés, les opérateurs concentrant de nouveau leur attention sur les statistiques économiques et les résultats des entreprises, loin d'être encourageants. Ainsi, la publication, le 2 août, des emplois non agricoles aux États-Unis a donné l'image d'une économie étonnamment faible (graphique 1.2). Le nombre d'avertissements négatifs était, lui aussi, reparti en hausse. Néanmoins, l'absence d'autres mauvaises nouvelles le reste du mois a semblé rassurer le marché. Les investisseurs auraient également trouvé du réconfort dans l'action rapide des chefs d'entreprise, législateurs et décideurs en matière de gouvernance

Redressement des
marchés américains
et européens en
août



d'entreprise (encadré sur le Sarbanes-Oxley Act, pages 12-13). Fait important : le 14 août, date limite à laquelle les dirigeants des principales entreprises américaines inscrites à la cote officielle devaient avoir fait certifier leurs états financiers, s'est déroulé sans incident. Entre le 24 juillet et le 23 août, le S&P 500 et le Dax ont gagné respectivement 14 % et 5 % en termes d'euros.

En août, les évaluations sur la base des bénéfices anticipés étaient revenues dans des fourchettes plus proches des moyennes historiques. En juin-juillet, ces corrections s'expliquent principalement par une hausse de la prime de risque sur actions, à l'origine également de l'accroissement de la volatilité implicite inscrite dans les prix des options sur indice boursier (graphique 1.3). Les révisions des prévisions de bénéfices futurs ont joué, semble-t-il, un rôle mineur dans ces ajustements. Dans la mesure où les incertitudes au sujet de la comptabilité des entreprises continuent de s'atténuer, il est vraisemblable que la prime de risque va diminuer et que les évaluations se redresseront. Toutefois, pour le S&P 500, par exemple, les estimations de bénéfices à un an demeurent supérieures de 50 % aux résultats actuels. Il reste à savoir si ces évaluations s'adapteront encore à l'évolution des anticipations de croissance des bénéfices.

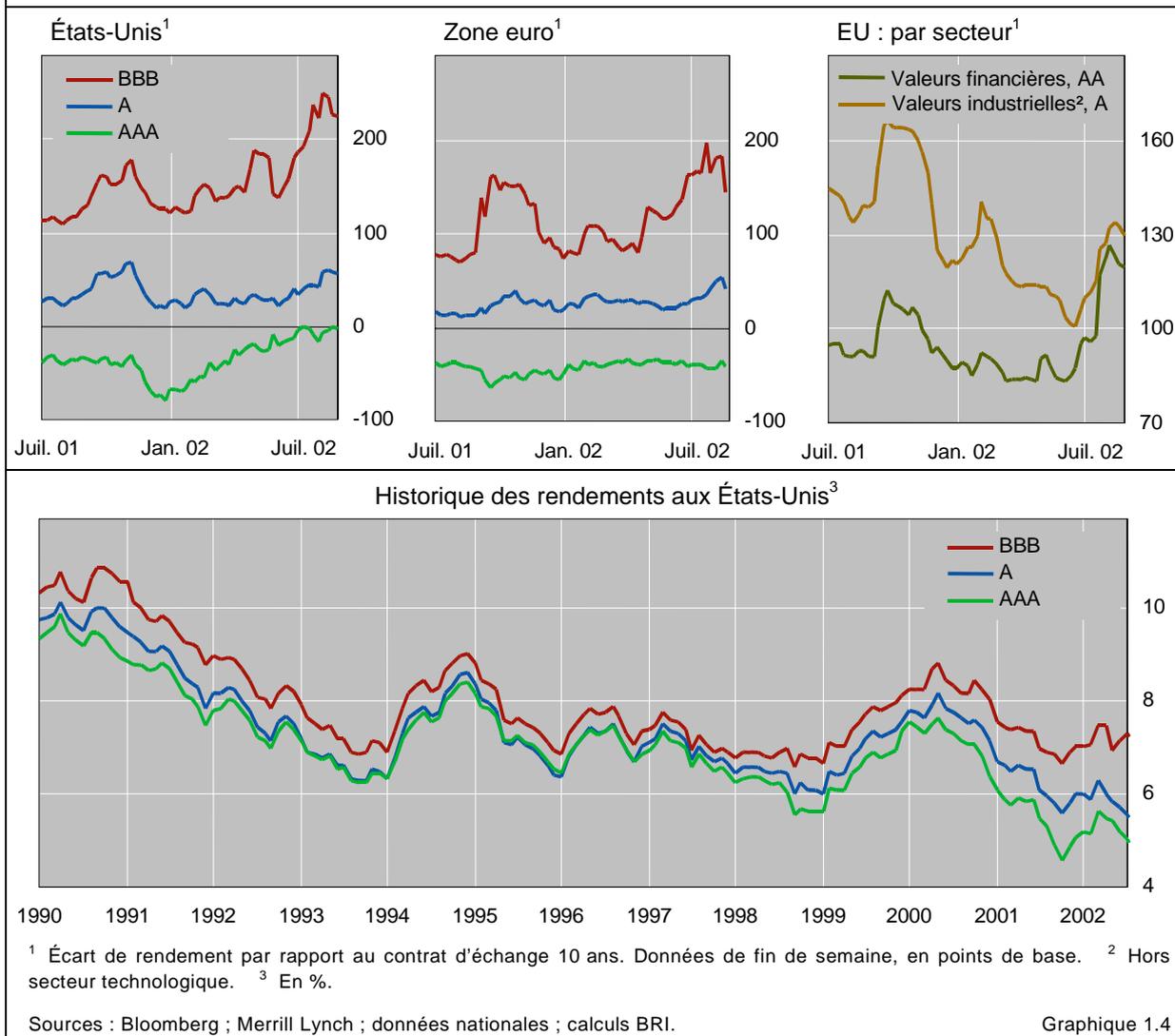
Le marché des obligations d'entreprises également touché

Le marché des obligations d'entreprises, habituellement résistant, a été également touché par une crise de confiance. Durant la majeure partie de 2001 et début 2002, il s'était remarquablement comporté. Les entreprises, incapables de lever des fonds auprès des banques ou sur les marchés des actions ou du papier commercial, avaient pu s'y approvisionner, les investisseurs s'étant montrés imperturbables devant la hausse des taux de défaillance et la fréquence croissante des déclassements. Les primes sur les obligations d'entreprises de qualité s'étaient généralement resserrées sur la période, même durant la poursuite du recul des cours des actions. La tendance a toutefois commencé à changer en février 2002, d'abord sous l'effet des révélations entourant la faillite d'Enron, puis de façon plus spectaculaire en juillet, après les irrégularités de gouvernance d'entreprise mentionnées ci-dessus. Sur le marché du dollar EU, les écarts entre les obligations d'entreprises BBB et les contrats d'échange se sont accrus de 57 points de base entre février et juin 2002 puis de 35 points sur le seul mois de juillet (graphique 1.4). Comme l'indique la partie Marché des titres de dette, page 24, les émissions internationales d'obligations d'entreprises par les résidents américains ont nettement ralenti en juin et juillet. Les écarts des obligations d'entreprises pour l'Europe, qui avaient régulièrement augmenté en début d'année, se sont fortement élargis en juillet, même si le ralentissement des émissions a été moins prononcé. À l'instar du marché des actions, l'obligataire a bénéficié des signes d'un retour de la confiance en août et, encouragés par le rétrécissement des écarts, les emprunteurs ont rapidement fait leur retour.

Paradoxalement, les écarts des obligations d'entreprises ont commencé à s'élargir au moment où l'incidence des déclassements se faisait déjà moins

Net
renchérissement
du risque de crédit
en juillet ...

Obligations d'entreprises et rendements aux États-Unis



sentir. Le nombre d'entreprises affectées par de tels changements de notation avait atteint son maximum en 2001 (graphique 1.5). En fait, auparavant, les déclassements concernaient surtout la dette BBB. Il en avait résulté une quantité inhabituelle de titres ayant perdu leur statut de bonne qualité. Jusqu'à la mi-2002, le goût des investisseurs pour le risque sur ce marché avait paru assez peu sensible aux pertes résultant de ces déclassements. Lorsque les écarts BBB ont augmenté en juin, le nombre des émissions ainsi reléguées était déjà, semble-t-il, en train de régresser. De toute évidence, les investisseurs réagissaient d'avantage aux préoccupations générales sur la gouvernance d'entreprise, qui pénalisaient lourdement les marchés des actions, qu'aux déclassements et faillites.

Il convient de noter que les grands établissements financiers ont été parmi les plus touchés par les préoccupations liées à la qualité du crédit, à un moment où le marché des actions réduisait aussi la valeur de leurs fonds propres. Tout au long de 2001 et début 2002, les entreprises de télécommunications ont ainsi été sur la sellette en Europe comme aux

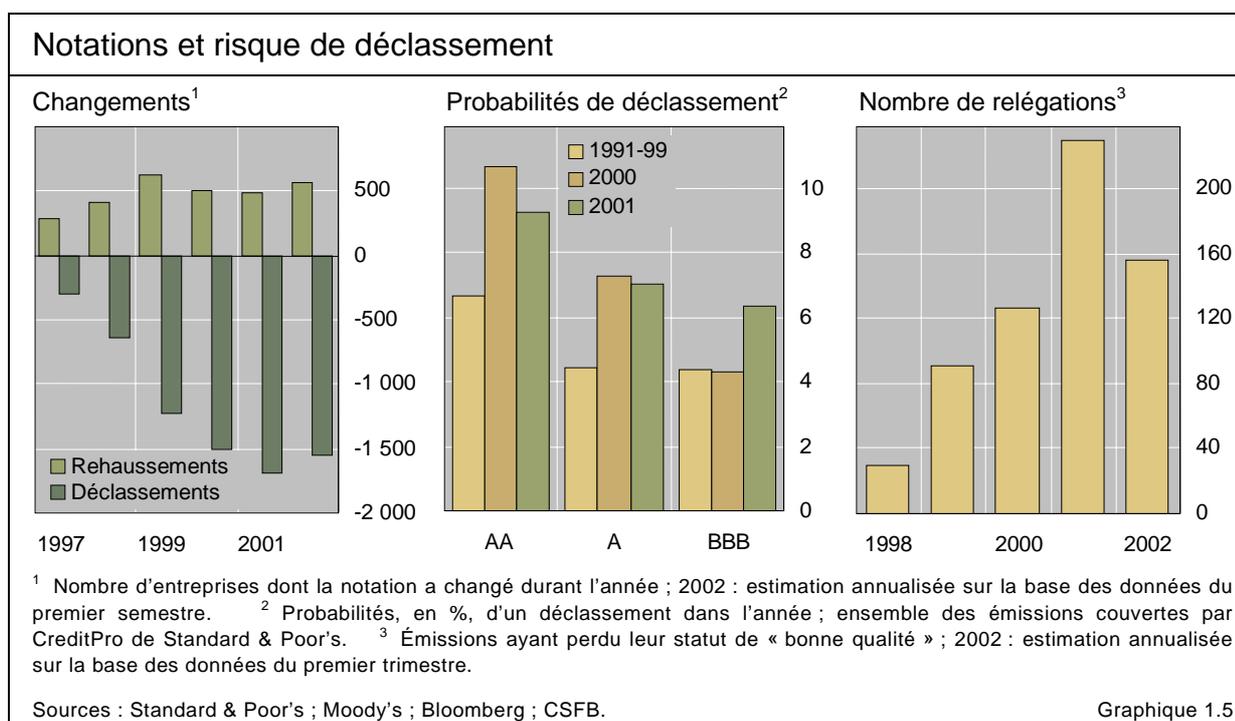
... en dépit de la diminution des déclassements

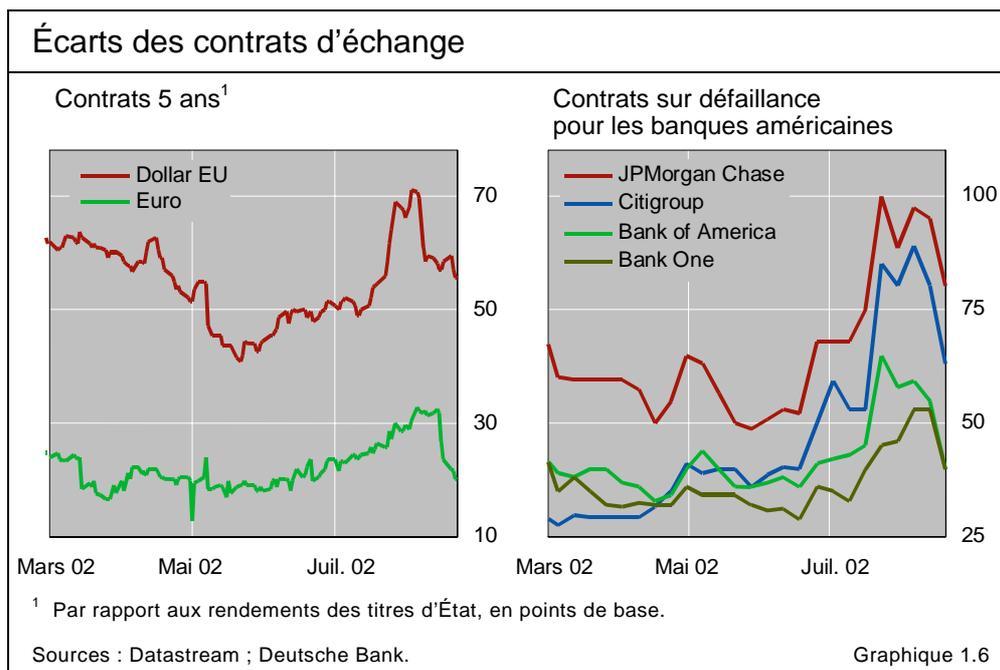
Extension aux établissements financiers des préoccupations liées à la qualité du crédit

États-Unis. Puis, à la mi-2002, l'attention des investisseurs s'est portée de plus en plus sur les compagnies d'assurances et les grosses banques. En Europe, certains de ces établissements financiers ont fait état de pertes étonnamment lourdes sur leurs portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprises. Les investisseurs américains, quant à eux, ont été surpris par la vulnérabilité des banques aux grandes faillites. En conséquence, en juillet 2002, les primes sur les établissements financiers notés AA étaient devenues presque aussi élevées que pour les entreprises industrielles classées A (graphique 1.4). Comme les premiers travaillent avec un effet de levier important et fondent leur attrait sur de faibles marges d'intérêt, le renchérissement du loyer de l'argent consécutif à un déclassement peut affaiblir leur rentabilité dans l'intermédiation du crédit. Par le passé, les sociétés américaines de financement déclassées essayaient de reconquérir leur notation en levant des fonds propres, mais cette possibilité leur a été récemment retirée.

Retour du risque de contrepartie

Pendant une brève période, le risque de contrepartie a constitué une source de préoccupation majeure sur le marché des contrats d'échange. Aux États-Unis, les écarts entre les contrats en dollars EU et les valeurs du Trésor se sont nettement élargis, du fait d'une perception de risque accru à négocier avec les grands intermédiaires en dérivés. Déjà observé en août et septembre 1999, cet accroissement avait alors été induit pour beaucoup par des contraintes de liquidité temporaires suscitées par le passage, dans les pratiques de couverture, des titres du Trésor aux contrats d'échange. La quatrième semaine de juillet 2002, l'écart du contrat 5 ans s'est amplifié de 20 points de base (graphique 1.6), ce qui a coïncidé avec l'intensification des enquêtes menées par le Congrès américain, la Securities and Exchange Commission et le Département de la Justice sur le rôle des établissements





financiers dans les activités financières d'Enron. Les écarts des contrats sur défaillance d'emprunteur des grosses banques commerciales américaines ont augmenté durant la même période, surtout pour les deux établissements mis en cause. En août, les écarts des contrats d'échange étaient revenus à leurs niveaux antérieurs, certains sur défaillance restant toutefois relativement élevés.

Ajoutant aux difficultés rencontrées par les emprunteurs en obligations d'entreprises, le marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA), l'un des derniers marchés du crédit encore solides, a commencé d'être affecté pour la première fois depuis sa création. Le marché traditionnel du PC se contractait déjà depuis 2001 ; les déclassements et la réticence des banques à fournir des facilités de soutien avaient limité les possibilités d'emprunt des entreprises de notation inférieure à A1/P1. Véritable centre d'instruments garantis, le marché du PCAA avait été épargné par les préoccupations sur la qualité du crédit. En 2002, cependant, le FASB (Financial Accounting Standards Board), organisme de normalisation comptable américain, en s'employant à modifier les règles comptables de consolidation pour les structures ad hoc, a dissuadé les principaux intervenants d'intensifier leurs opérations.

Le marché du PCAA lui-même affecté

L'aversion pour le risque gagne les investisseurs des économies émergentes

Parallèlement à l'accroissement des primes sur les obligations d'entreprises américaines de qualité inférieure, celle sur la dette souveraine des économies émergentes a nettement augmenté en juin-juillet (graphique 1.7). Les marchés financiers de plusieurs économies émergentes, plus particulièrement du Brésil, ont été ébranlés par la conjonction d'événements affectant la région et d'une réticence accrue des investisseurs dans le monde à l'égard du risque. Au Brésil et en Turquie, les incertitudes politiques ajoutées aux préoccupations

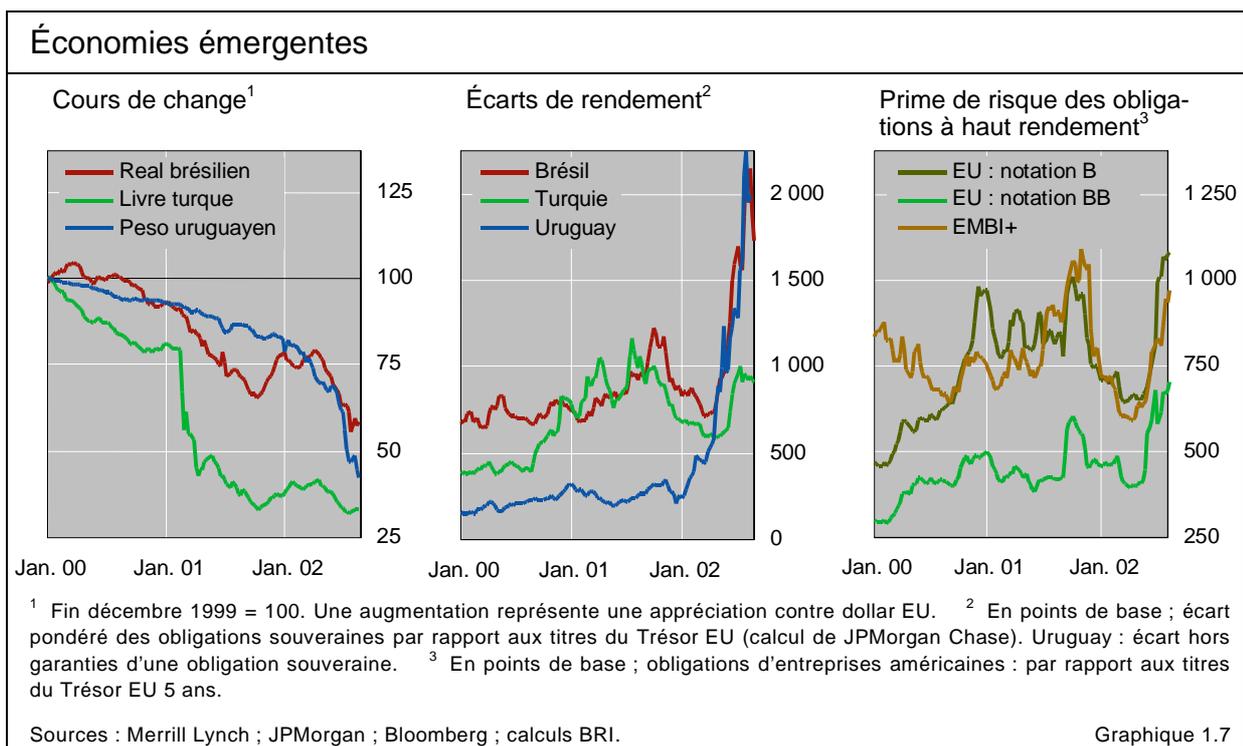
Les économies émergentes affectées par des événements régionaux et l'aversion pour le risque

croissantes sur la capacité de faire face à la charge d'endettement ont pesé lourdement sur les prix des actifs et la valeur de la monnaie. En Uruguay, la crise bancaire a été précipitée par des sorties de capitaux, les Argentins victimes de la pénurie de liquidités retirant leur épargne des établissements du pays voisin. Ces événements ont eu pour effet d'accroître les primes de risque dans toutes les économies émergentes, notamment celles confrontées à un déficit budgétaire élevé ou à un service de la dette élevé. Toutefois, pour de nombreuses signatures de qualité ou en progression, les conditions d'emprunt sont restées favorables car l'augmentation des marges a été compensée par une baisse des rendements du dollar et de l'euro.

Les préoccupations suscitées par l'état de santé du Premier ministre turc et la démission précipitée de plusieurs membres de son gouvernement ont provoqué une fuite de capitaux en juin et début juillet. La livre turque a pratiquement perdu 15 % sur la période et la prime sur la dette souveraine libellée en dollars est montée de plus de 400 points de base, à près de 11 %. Un compromis politique a permis de consolider le gouvernement actuel, au moins jusqu'aux élections de novembre, et un décaissement prévu du FMI a alors stabilisé la monnaie et le cours des obligations turques.

Les incertitudes liées à l'approche de l'élection présidentielle au Brésil et au caractère soutenable des déficits budgétaires du pays ont soumis les actifs brésiliens à des pressions similaires, mais les aspects structurels de la dette souveraine ont aggravé la situation. Les investisseurs ont commencé à se désengager des actifs locaux, lorsque le candidat de la coalition gouvernementale a perdu du terrain dans les sondages face aux candidats des autres partis. Ces mouvements ont entraîné une dépréciation du real brésilien et exercé des tensions sur les taux de refinancement de la dette publique. Une grande partie de celle-ci étant indexée sur la valeur de la monnaie, le poids de

Élections au Brésil : une source de préoccupations pour les investisseurs



la dette souveraine et de son service s'est rapidement accru. Un cercle vicieux s'est vite formé, le real fléchissant de moitié entre mi-avril et fin juillet. La prime sur la dette souveraine en dollars a quasiment quadruplé durant cette période, atteignant près de 2 400 points de base.

L'annonce d'un montage financier de \$30 milliards du FMI a procuré au Brésil un répit provisoire début août. Toutefois, la nature tardive des décaissements et le scepticisme du marché concernant la capacité des candidats à la présidence d'en respecter les conditions budgétaires ont rapidement inversé une bonne partie des gains enregistrés après cette nouvelle. Quelques jours après l'annonce, le déclassement à B2 par Moody's de la dette extérieure du pays, cinq crans en deçà du statut de bonne signature, est venu s'ajouter au surcroît de pressions sur les actifs brésiliens. Fin août, les primes brésiliennes se réduisaient à nouveau, grâce au soutien croissant au candidat de la coalition gouvernementale, à l'apparente stabilisation du cours de change et à l'atténuation généralisée de l'aversion pour le risque.

Le pays voisin, l'Uruguay, a été contraint de fermer ses banques début août, en raison des répercussions de la situation en Argentine. En juin, il a fait flotter sa monnaie, pendant que le peso argentin et le real brésilien s'effondraient à de nouveaux minimums. Les réserves de la banque centrale d'Uruguay ont amorcé une chute brutale en juillet, alors que les déposants argentins, incapables de puiser dans leurs dépôts chez eux, ont commencé à retirer leur épargne des établissements uruguayens. Peu après, les États-Unis ont accordé un prêt d'urgence de \$1,5 milliard devant être remplacé par un montage sous l'égide du FMI.

La contagion gagne l'Uruguay

Les investisseurs ont continué à différencier les emprunteurs des économies émergentes, comme en témoigne le fait que les meilleures signatures ont été relativement moins touchées par la contagion émanant du Brésil. Stimulées par l'émission record (\$2,7 milliards) de Petronas, compagnie pétrolière de Malaysia, les émissions internationales d'obligations et d'actions de l'Asie (hors Japon) ont été soutenues au deuxième trimestre 2002 (Marché des titres de dette, page 24). Elles ont apparemment faibli au début du suivant, mais pour les emprunteurs de qualité ou en progression les conditions d'emprunt sur les marchés internationaux sont restées favorables. Tandis que les primes se sont modestement accrues en juillet-août, même pour les bonnes signatures comme la Corée, la sévère chute des rendements en dollars EU et en euros a eu pour effet de réduire les coûts d'emprunt pour un grand nombre d'émetteurs. D'autre part, les marchés ont bien accueilli les nouveaux émetteurs. L'Iran a lancé des obligations internationales pour la première fois depuis la révolution de 1979, la banque centrale collectant €625 millions fin juillet.

Les coûts d'emprunt des meilleures signatures restent faibles

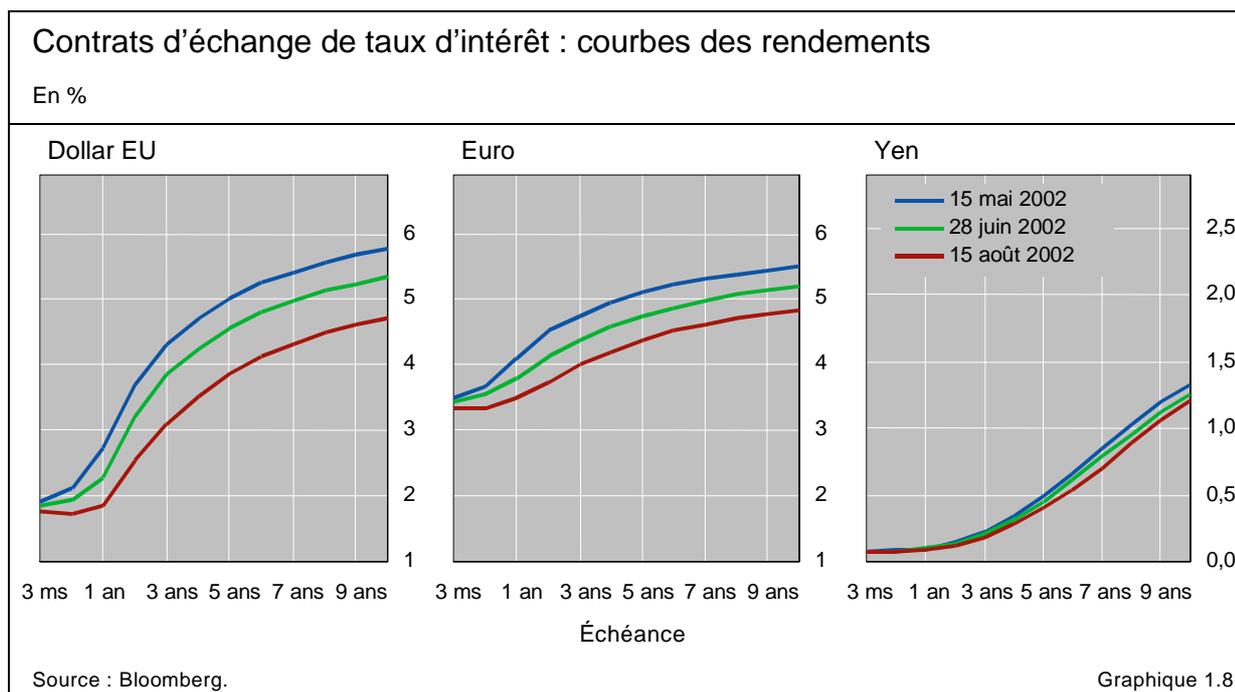
Les courbes des rendements dénotent un optimisme à long terme

L'évolution des courbes des rendements a révélé un pessimisme accru au sujet des perspectives à court terme de l'économie mondiale. En juin-juillet, tandis que, sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises, l'attention se concentrait sur le risque circonstanciel, les investisseurs qui prennent des positions sur les variations des courbes des rendements ont continué à s'intéresser aux données sur l'économie réelle. Une sorte de renversement s'est produit entre les premiers mois de l'année et l'été, transformant les espoirs soutenus d'une forte reprise en craintes d'une rechute possible de l'activité réelle. Les déceptions liées aux chiffres ont culminé aux États-Unis avec l'estimation préliminaire, annoncée le 31 juillet, d'un faible PIB au deuxième trimestre et le nombre étonnamment négligeable, publié le 2 août, des emplois non agricoles. Si les courbes des contrats d'échange étaient restées relativement stables jusqu'à la mi-mai, elles se sont alors orientées en baisse sensible jusqu'à la mi-août (graphique 1.8). Les investisseurs observant plus attentivement les indicateurs américains, l'inflexion de la courbe en dollars EU a été plus prononcée que celle en euros. Dans le même temps, la stabilité de la courbe en yens était le signe d'anticipations pratiquement inchangées pour l'économie nippone.

Les courbes des rendements s'accroissent en raison de la détérioration des indicateurs

La forme des courbes en dollars et en euros dans le compartiment court a fait apparaître une inversion des attentes concernant la politique monétaire. En début d'année, leur pente relativement accentuée pour les échéances courtes avait traduit des anticipations de relèvement probable des taux directeurs. En août, les perspectives allant davantage dans le sens d'une détente que d'un durcissement, elle était devenue exceptionnellement plate. La réunion du Comité fédéral de l'open market (CFOM), le 13 août, a constitué un événement attendu avec une anxiété inhabituelle pour ses révélations sur l'orientation de la politique monétaire américaine. En l'occurrence, le CFOM a décidé de ne

Les anticipations de détente monétaire entraînent un aplatissement des courbes dans le compartiment court ...



pas abaisser son taux directeur dans l'immédiat. Le lendemain, le rendement des contrats d'échange 2 ans en dollars est tombé à 2,3 %, son minimum absolu, les intervenants semblant convaincus que la Réserve fédérale réduirait ses taux avant fin 2002. En Europe, l'appréciation de l'euro a permis d'apaiser les craintes d'un resserrement prochain de la politique monétaire de la BCE.

Même lorsqu'ils sont devenus plus sceptiques à l'égard des chances de reprise économique à court terme, les intervenants ont paru optimistes sur les perspectives à plus long terme. La pente des courbes des rendements en dollars EU et euros au-delà de l'horizon d'un an est restée relativement accentuée. Le recul des rendements à long terme juste après la réunion du CFOM en août révélait la déception initiale suscitée par l'absence d'abaissement des taux ; or, deux jours plus tard, ces mêmes rendements se sont nettement tendus, traduisant un sentiment plus positif. À la mi-août, l'écart entre le 10 ans et le 1 an ressortait à 281 points de base pour les contrats d'échange en dollars EU et à 135 points pour ceux en euros. L'aplatissement des courbes pour les échéances courtes et leur accentuation pour les longues reflétaient la conviction que la détente monétaire attendue suffirait à soutenir une reprise vigoureuse à terme.

... alors qu'un optimisme à long terme entretient leur accentuation dans le compartiment long

De l'ordre dans les comptes : le Sarbanes-Oxley Act de 2002

Le 30 juillet, le Sarbanes-Oxley Act de 2002 est entré en vigueur aux États-Unis. Cette loi fait suite à la série d'irrégularités comptables qui ont ébranlé la confiance des investisseurs sur les marchés américains des actions. Elle a pour principaux objectifs de garantir la fourniture aux investisseurs d'informations fiables et actualisées sur les entreprises, de renforcer la responsabilité des dirigeants et de promouvoir l'indépendance des systèmes d'audit. En promulguant cette loi, les autorités américaines reconnaissent l'importance d'informations saines sur les diverses entreprises pour assurer le bon fonctionnement des marchés en matière d'allocation du capital^①.

Le texte de loi apporte de vastes modifications à la législation existante et instaure un certain nombre de nouvelles exigences à l'intention des conseils d'administration et directions des entreprises publiques américaines. Il aura des conséquences majeures pour les sociétés cotées sur les marchés des États-Unis et diverses professions. La Securities and Exchange Commission (SEC) sera chargée de l'application de ces nouvelles dispositions. La présente note résume les principaux éléments de la loi^②.

Communication financière. La loi stipule que les états financiers déposés auprès de la SEC devront donner une présentation fidèle de la situation financière et des résultats d'exploitation des entreprises cotées (y compris tous les ajustements comptables importants effectués conformément aux Principes comptables généralement reconnus (GAAP) et/ou aux règles et réglementations de la SEC). L'une des dispositions les plus significatives impose aux hauts responsables (CEO et CFO) de certifier tous les états financiers annuels et trimestriels déposés auprès de la SEC^③. Leurs signatures indiqueront qu'ils ont examiné le document, que sa présentation de la situation financière et des résultats d'exploitation de l'entreprise est fidèle et qu'il est totalement conforme aux dispositions correspondantes du Securities Exchange Act de 1934. Un nouveau texte de droit pénal précise que tout haut responsable ayant certifié en connaissance de cause un document non conforme ou faux sera passible d'une amende et/ou d'une peine d'emprisonnement.

^① Voir chapitre VI, 72^e *Rapport annuel*, Banque des Règlements Internationaux, juillet 2002, Bâle. ^② Cette note s'inspire en partie du bulletin d'informations *Corporate and Securities Law Developments* de Wilmer, Cutler et Pickering, 31 juillet 2002. ^③ Les 14 000 entreprises cotées sur le marché américain des actions avaient jusqu'au 29 août pour certifier leurs comptes.

Réglementation de la négociation et des autres activités des dirigeants d'entreprise. Les initiés seront désormais tenus de signaler toute modification de leur portefeuille d'actions de l'entreprise dans les deux jours ouvrables suivant la transaction. Les entreprises ne seront plus autorisées, sauf rares exceptions, à accorder des ressources internes à l'un de leurs dirigeants ou hauts responsables.

Comités d'audit. La nouvelle loi stipule que les comités d'audit devront être composés uniquement de membres indépendants du conseil d'administration (ce qui veut dire qu'ils ne devront pas accepter d'honoraires au titre de conseils ou de consultations, ni être apparentés à des personnes proches de l'entreprise concernée). De plus, les comités d'audit seront tenus d'assumer directement la responsabilité de la nomination et de la surveillance des vérificateurs aux comptes ainsi que de l'établissement des procédures pour la réception et le traitement des griefs concernant la comptabilité (y compris les dénonciations anonymes d'employés sur des affaires douteuses). Les comités d'audit seront aussi habilités à recruter des conseillers indépendants pour s'acquitter de leurs tâches.

Indépendance et obligations des vérificateurs. Pour pouvoir certifier les états financiers d'une entreprise, les vérificateurs devront satisfaire à un certain nombre d'obligations : interdiction de fournir aux entreprises faisant l'objet de l'audit divers autres services (tenue des registres, conception de systèmes d'information financière, prestations actuarielles, conseils en placement et assistance juridique, etc.). En outre, le vérificateur principal ne pourra pas fournir de services d'audit à une entreprise donnée pendant plus de cinq exercices consécutifs.

Nouvelles sanctions pénales et renforcement des peines existantes. La loi institue de nouvelles infractions pénales sanctionnées par des amendes et/ou des peines d'emprisonnement : notamment connaissance ou certification délibérée d'états financiers non conformes ou inexacts, fraude liée aux titres d'une entreprise publique et destruction ou altération de pièces dans l'intention d'entraver toute enquête d'une agence du gouvernement fédéral. Le texte renforce également les sanctions existantes pour les comportements délictueux et actes frauduleux des entreprises. En outre, toute mesure de rétorsion ou tout acte préjudiciable à l'encontre de dénonciateurs constituera un délit passible d'emprisonnement.

Autres dispositions de la loi. La loi instaure le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) auquel elle confère des pouvoirs étendus en vue d'édicter des normes professionnelles et de contrôler le déroulement des audits externes, sous la surveillance en dernier ressort de la SEC. Le PCAOB aura également pour mission de voir si les Principes comptables généralement reconnus (GAAP) devraient ne plus reposer sur des règles mais plutôt sur des principes et considérera plusieurs aspects de nature comptable, comme les structures ad hoc. La loi charge, en outre, la SEC d'étudier la question des conflits d'intérêts impliquant des analystes titres⁴.

⁴ En mai 2002, la SEC avait déjà approuvé les propositions faites par la National Association of Securities Dealers et le New York Stock Exchange pour résoudre ces conflits. Les nouvelles dispositions exigeront des établissements qu'ils communiquent la ventilation de leurs notations (« acheter », « vendre », « conserver ») et leurs relations de banque d'affaires avec les entreprises notées ; elles garantiront la ségrégation de leurs fonctions (entre recherche et banque d'affaires). La SEC pourrait instaurer une réglementation complémentaire une fois l'enquête sur les pratiques de marché achevée.