



CERVEPAS
Centre d'études et de recherches
sur la vie économique
dans les pays anglo-saxons

La bourrasque financière : les marchés financiers sous le premier mandat de G. W. Bush.

Communication présentée par **Christine Zumello**,
Maître de conférences à Paris III – Sorbonne Nouvelle
dans le cadre de la journée d'étude du CERVEPAS
consacrée au bilan économique du premier mandat de George W. Bush

19 novembre 2004

Comité de lecture :

http://www.univ-paris3.fr/recherche/sites/edea/cervepas/comite_de_lecture_fr.htm

Université de Paris III – Sorbonne Nouvelle
Institut du Monde Anglophone
5 rue de l'École de Médecine
75006 Paris

Pour tout commentaire ou question, contacter : cervepas@univ-paris3.fr

Les quatre années du mandat de George W. Bush ont été marquées, dans la sphère financière, par des scandales importants. Le printemps 2000 voit l'apparition des premières fissures dans la bulle spéculative qui avait été largement nourrie par le phénomène des *start-ups*, l'une des manifestations de la nouvelle économie galvanisée par l'internet ; cet essoufflement se précise à l'automne 2000 et l'économie américaine entre dès début 2001 dans une phase de récession. Les indices boursiers dégringolent. La banque centrale américaine entreprend alors, par mesure de relance, de baisser régulièrement les taux d'intérêt qui atteindront à l'été 2004 leur plus bas niveau. Parallèlement sont mis à jour plusieurs dysfonctionnements dans le secteur financier. Enron, suivi de près par Worldcom, dépose son bilan en décembre 2001 ; on assiste alors aux deux plus importantes faillites de toute l'histoire des Etats-Unis. Le cabinet d'audit Arthur Andersen disparaît dans le sillage d'Enron, la bourse de New York (*New York Stock Exchange – NYSE*) se voit aussi éclaboussée en la personne de son président : Richard Grasso, épinglé pour une rémunération d'un montant jugé trop élevé et contraint de démissionner. Le secteur bancaire n'est pas épargné et plusieurs banques d'investissement feront l'objet de mises en examen pour non respect de « la muraille de Chine » qui doit séparer dans une banque les fonctions de vente et d'analyse/recherche en particulier lorsqu'il s'agit, pour le compte d'une entreprise, d'émettre des actions en bourse (*underwriting* et *flotation*). Par ailleurs, les *mutual funds* (OPCVM) connaissent, à partir de l'automne 2003, une période très troublée et des pratiques condamnables sont révélées, pratiques qui faussent l'égalité de traitement dont doivent bénéficier les investisseurs dans ces OPCVM. Enfin, deux entités semi-publiques *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, chargées de gérer les fonds hypothécaires qui facilitent l'accession à la propriété aux Etats-Unis sont épinglées en septembre 2004 par un rapport de leur organisme de tutelle OFHEO (*Office of Federal Housing Enterprise Oversight*), lequel souligne un certain nombre d'irrégularités¹.

Cette longue liste de crises successives nous conduit à poser plusieurs questions pour tenter d'expliquer les causes de ces ruptures. Premièrement, il est apparu nettement que la question de l'information, de sa dissémination, de sa fiabilité et de sa justesse (*reliability*) était cruciale : quelles informations doivent être données par une entreprise, sous quelle forme

et dans quel but et, parallèlement, quelle place peut occuper l'actionnaire ? Deuxièmement, quel doit être le poids ou l'étendue du filet réglementaire et comment cette réglementation doit-elle ou peut-elle être appliquée (*enforcement*) efficacement ?

C'est à travers ces deux questions fondamentales que nous allons analyser les événements brièvement cités précédemment pour essayer d'en comprendre les mécanismes déclencheurs mais de façon plus générale les enjeux et les conditions d'existence de marchés financiers équitables (*level-playing field*) aux Etats-Unis.

1. Pratiques abusives sur les marchés financiers : trois applications.

En mai 2002, le cabinet Arthur Andersen a été condamné pour obstruction à la justice suite à la destruction massive de pièces comptables concernant Enron ; à l'été 2002, pas moins de quinze entreprises et les cinq principaux cabinets d'audit² étaient sous le coup d'enquêtes fédérales visant à faire toute la lumière sur leurs activités [Benston, 2003, p. 2]. C'est la question de la publication et de la révélation, selon des normes pré-établies et en vigueur, des éléments comptables permettant la constitution d'une information fiable et réaliste de la situation de l'entreprise qui est au cœur de ces enquêtes. Ceci est l'aboutissement d'une pratique qui s'était largement répandue, et selon laquelle, les cabinets d'audit combinaient à la fois une fonction d'audit et de vérification des comptes avec une activité de consultant, parfois pour la même entreprise ; à cet égard le cas d'Enron est exemplaire. Le conflit d'intérêt est patent et le cabinet d'audit devient donc totalement incapable d'accomplir deux missions simultanément pour le même client. Il semble impossible de concilier cette double capacité d'auditeur et de conseiller, sauf à sacrifier l'une des deux fonctions. La fonction sacrifiée fut, dans le cas d'Andersen celui d'auditeur. Enron se voit alors dédouané de toute véritable transparence comptable par un cabinet d'audit qui devrait pourtant garantir cette transparence réglementaire. Un ancien président de la *Securities and Exchange Commission*, Arthur Levitt, déclare ainsi en 2002 : « [as consulting fees came to represent the lion's share of revenues at major accounting firms, their consulting contracts] were turning accounting firms into extensions of management – even cheerleaders at times »³. Le libre arbitre dont doit pouvoir faire preuve tout cabinet d'audit se trouve fortement amputé.

En réponse directe à cette situation épidémique, une loi a été adoptée le 30 juillet 2002 par le Congrès américain : le *Corporate and Auditing Accountability Responsibility and Transparency Act*⁴ (plus connue sous le nom de *Sarbanes-Oxley Act*). Son but était de réformer les règles comptables selon lesquelles les entreprises informeraient l'ensemble des parties sur leur condition financière et comptable mais aussi de renforcer les principes de *corporate governance*. Cette loi marque une véritable transition avec les pratiques antérieures car la sphère de la gouvernance des sociétés relevait jusqu'alors aux Etats-Unis des états fédérés, or, on assiste là à une incursion importante de l'état fédéral en la matière [Atkins, 2003]. Cette loi vise principalement à accroître le rôle des commissions d'audit et des audits externes par l'intermédiaire d'un nouvel organisme de contrôle⁵ : le *Public Company Accounting Oversight Board* [Benston, 2003, p. 12]. Mais il s'agit également de reconnaître, dans toute sa mesure, l'importance de la valeur apportée par l'actionnaire et de la relation de confiance entre le principal (actionnaire) et l'agent (le gestionnaire) qui doit être prise en compte.

C'est cependant à la *Securities and Exchange Commission* qu'il incombe de fixer, dans le cadre de la loi, les règles précises qui permettront d'améliorer la qualité du reporting financier, d'accroître la responsabilité des PDG et des directeurs financiers d'une entreprise et d'améliorer aussi les normes professionnelles auxquelles les analystes, les contrôleurs de gestion, les commissions d'audit, les conseils d'administration qui constituent dans leur ensemble autant de « gardiens du système financier américain » [Glassman, 2003a] devront se conformer. Pour que l'investisseur retrouve la confiance nécessaire à sa décision d'investissement, trois conditions doivent être remplies. Un processus de gouvernance efficace doit être mis en place au sein de l'entreprise, le non-respect des normes comptables doit être sanctionné aussi bien légalement que par les lois du marché et enfin il est important de pouvoir assurer le développement d'un comportement ou d'une culture d'entreprise respectant des règles d'éthique. Cet aspect doit être souligné mais il s'agit là d'un domaine dans lequel il est difficile de légiférer.

Par ailleurs, une autre série de pratiques basées sur la tromperie délibérée des investisseurs sera révélée, au cours de l'année 2002, par Eliot Spitzer, le procureur de l'état de New York. Dix banques d'investissement et autres maisons de courtage⁶ ont été frappées, dans leur ensemble, d'une amende de 1,4 milliards de dollars pour abus de confiance [Dwyer, 2003, p. 31]. En effet, lorsqu'une entreprise décide d'ouvrir tout ou partie de son capital en bourse, elle doit avoir recours à un intermédiaire pour procéder à cette introduction. Ce sont les banques d'investissement qui se chargent de procéder effectivement à cette émission d'actions. Or,

l'une des opérations les plus délicates dans ce processus consiste à évaluer le cours d'introduction de l'action ; autrement dit, le cours auquel l'action, qui n'a jamais été cotée auparavant, pourra être mise sur le marché le jour de son émission. L'évaluation de ce cours est confiée à des analystes qui doivent étudier les conditions qui relèvent de l'analyse fondamentale soit, l'état du marché particulier sur lequel évolue l'entreprise et la conjoncture économique de façon plus générale. L'analyste doit, de plus, ausculter la santé financière de l'entreprise pour en dégager un portrait qui permettra d'évaluer le niveau de capitalisation boursière qu'elle pourra supporter. L'analyste produit et diffuse donc de l'information. Enfin, plusieurs équipes de vendeurs (*sales*) sont chargés de contacter des investisseurs potentiels, qui, avertis de l'émission à venir et du profil de l'entreprise procédant à cette introduction en bourse, pourront, le jour venu, acheter les actions nouvellement introduites sur le marché boursier. La banque d'investissement se porte garante du capital que l'entreprise pourra réunir en bourse et est rémunérée par une commission sur la somme qui aura pu être levée sur le marché boursier. La banque a tout intérêt, autant que l'entreprise, non seulement à réussir l'opération mais aussi à participer à une ouverture de capital importante car le niveau de sa propre rémunération en dépend.

Or, il est apparu que, pour attirer le plus grand nombre d'opérations de garantie d'une émission d'actions en bourse (*underwriting*) les analystes⁷, chargés d'évaluer l'entreprise candidate à l'émission, étaient « fortement priés » (souvent moyennant rémunération) de « gonfler » les appréciations ou évaluations qu'ils donnaient d'une entreprise afin de pouvoir augmenter le cours d'émission de l'action que leur banque garantissait. Dans le contexte déjà survolté de la nouvelle économie, les investisseurs se voyaient donc proposer en bourse des actions surévaluées par rapport à la réalité, ils étaient donc abusés⁸, la banque d'investissement empochait d'une part une commission plus importante sur le montant total de l'émission et, d'autre part, elle consolidait ainsi sa part de marché dans la ligue très fermée des banques ayant participé au plus grand nombre d'introductions en bourse.

Enfin, à l'automne 2003, plusieurs révélations laissaient présager d'une crise dans la gestion des fonds communs de placement (*mutual funds*) aux Etats-Unis. Ces OPCVM constituent un intermédiaire très utilisé entre les petits investisseurs et les marchés de capitaux, en particulier les marchés boursiers. Ils offrent des instruments d'investissement relativement liquides, à des coûts peu élevés dans des portefeuilles d'actifs financiers qui sont gérés par des professionnels [Engen & Lehnert, 2000, p. 797] ; cela a donc permis à plus de la moitié des foyers américains de détenir des actions dans des OPCVM et, de surcroît, certains de ces OPCVM sont également liés à la capitalisation retraite [Engen & Lehnert, 2000, p.

802]. En 2004, la capitalisation de l'ensemble des *mutual funds* aux Etats-Unis représentait 7,2 trillions de dollars pour 8200 fonds répertoriés contre seulement 137 fonds en 1949⁹. Le nombre de fonds a crû de façon exponentielle ainsi que les sommes ainsi gérées. Nous avons là à faire à un outil d'investissement financier très répandu, accessible et qui touche un américain sur trois¹⁰.

Deux pratiques répandues ont été dévoilées : l'une concernant le passage d'ordre d'achat ou de vente d'actions du fond après l'heure de clôture des transactions fixée à 16h (*late trading*) ; la seconde pratique dite du (*market timing*) selon laquelle certains investisseurs, favorisés, pouvaient passer des ordres d'achat et de vente dans un but parfaitement spéculatif pour tirer avantage de mouvements de cours à très court terme. Ce type d'opération n'est pas compatible avec la nature de l'instrument financier utilisé.

Certains investisseurs se voyaient favorisés par rapport à d'autres, il s'était donc développé une asymétrie d'information qui ne respectait plus la fonction d'égalité informative dont un marché efficient doit faire preuve. Le comportement des gestionnaires de fonds devenait problématique car l'information dont ils disposaient et la façon dont elle était disséminée était discriminante à l'égard de certains investisseurs. William Donaldson, le directeur de la SEC déclarait ainsi en décembre 2003 :

Nous avons assisté à la trahison de petits investisseurs qui avaient placé leur confiance, les fruits de leur travail, leurs espoirs et leurs rêves dans l'avenir de ce secteur qui avait pour mission de leur assurer une protection. Tout investisseur dans un fond mutuel est en droit d'attendre une relation fiduciaire honnête et efficace qui lui permet d'investir son argent de façon rentable sur nos marchés de capitaux. Les investisseurs ont également le droit de participer au fonctionnement du secteur des fonds mutuels qui doit être régi selon des principes juridiques reposant sur l'égalité et l'équité¹¹. [Labaton, 2003]

Au début de l'été 2004, dix-neuf fonds communs de placement étaient mis en examen pour pratiques abusives (*misdeeds*) liées à des avantages cachés accordés à des investisseurs aisés ainsi que le recours à des passe-droit grâce à certains courtiers moyennant rémunération [The Economist, 2004, p. 74].

L'Amérique de la finance continue de traverser une grave crise de confiance. Certes, d'autres périodes troublées avaient par le passé frappé les Etats-Unis et avaient conduit à la confection d'un filet réglementaire important en matière financière et bancaire, en particulier lors du premier mandat de Franklin Delano Roosevelt au début des années 30. A mi-mandat,

soit à l'été 2002, le Congrès adopte, sous le regard bienveillant de l'administration Bush une loi visant à renforcer la réglementation et à restaurer la confiance dans les marchés financiers. Mais cette loi (Sarbanes-Oxley) ne renforce-t-elle pas l'idée que les enjeux d'une pratique comptable transparente, d'un comportement éthique dans le domaine de l'offre et de la valorisation d'instruments financiers fort divers sont en réalité difficiles à contrôler car ils ne relèvent pas uniquement de technicité financière ou comptable.

2. Le rôle de l'actionnaire

Nous avons vu précédemment que les actionnaires ont été, pour différentes raisons, les victimes certaines des malversations, collusion et absence de transparence qui ont caractérisé les récents scandales financiers. Il semble donc nécessaire de s'interroger sur la signification de la présence actionnariale pour une entreprise.

Ainsi, la dichotomie introduite depuis la fin du dix-neuvième siècle entre la possession d'une entreprise et sa direction (fonction de propriétaire assumée par les actionnaires et fonction de gestionnaire/président assumée par le président directeur général) pose la question du possible affaiblissement du rôle de l'actionnaire/propriétaire face à une oligarchie décisionnelle qui prendrait les rennes de l'entreprise sans garde-fous. Il semble donc que, si l'on s'appuie sur les travaux de Williamson, la relation contractuelle qui relie l'actionnaire à l'entreprise dont il est actionnaire nécessite une ré-évaluation.

La détention d'actions établit une relation entre l'actionnaire et la direction de l'entreprise selon laquelle le management accepte de travailler pour les actionnaires et de maximiser les bénéfices et les dividendes qui viendront rémunérer ces actionnaires. Or, le management est ici placé devant une tentation qui pourrait l'amener, suite aux efforts fournis pour assurer un rendement à l'actionnaire, à maximiser ses propres bénéfices et à s'octroyer quelque compensation qui pourrait alors diminuer le niveau des dividendes destinés aux actionnaires. Pour se prémunir contre cet aléa moral, les actionnaires doivent tenter de contrôler le management, or la forme que peut prendre ce contrôle et donc son efficacité ne va pas sans poser plusieurs difficultés.

L'exercice d'un contrôle de l'actionnaire sur le gestionnaire est d'autant plus difficile que le nombre d'actions détenu est faible (effet de dilution) et que la coordination entre « petits » actionnaires est peu aisée. En effet, avec cette dilution, et sachant que le contrôle a

un coût, l'incitation au contrôle des actionnaires diminue et de facto le contrôle peut se réduire. Par ailleurs, et paradoxalement, un mouvement actionnarial dans l'entreprise visant à encadrer le management peut avoir des conséquences négatives sur le cours de l'action à court terme [Spencer, 2000, p. 137]. En effet des remous qui tendraient à évoquer des désaccords entre actionnaires et gestionnaire pourrait donner une image négative de l'entreprise qui pourrait laisser craindre un avenir peut-être troublé et par effet d'enchaînement dévaloriser l'entreprise. On aboutit alors à un effet pervers contraire à l'intention initiale.

Une autre solution est envisageable pour l'actionnaire qui souhaite contrôler les agissements du management : il peut avoir recours à des moyens visant à renforcer la motivation de ce dernier ; par exemple, en lui octroyant des [stocks] options d'achat dont la performance sera directement liée au cours de l'action de l'entreprise. Mais, se présente alors un autre danger qui est celui de la grande incitation pour l'équipe dirigeante de gonfler les perspectives de revenus de l'entreprise afin de provoquer (artificiellement) une augmentation du cours de l'action, ce que l'on a connu dans l'affaire Enron.

On notera par ailleurs, que des externalités doivent aussi être prises en compte, en effet si le cours de l'action s'affaiblit, l'entreprise peut se transformer en une cible intéressante et faire l'objet d'une offre publique d'achat amicale ou hostile [Spencer, 2000, p. 141] ; voilà donc un autre facteur qui peut pousser l'équipe dirigeante à accorder une très, voire trop, grande importance au cours de l'action.

La latitude dont dispose l'actionnaire est ainsi contrainte entre son désir d'exercer son droit de regard sur la conduite de l'entreprise telle qu'elle est mise en place par la direction et son intérêt qui consiste à posséder une action dont le cours au jour le jour reflète aussi précisément que possible le véritable état de l'entreprise et ce afin d'éviter une chute brutale d'un cours qui aurait été surévalué.

En tant que détenteur d'une partie du capital de l'entreprise et donc fournisseur d'une substance financière à l'entreprise qu'il a choisi, l'actionnaire se trouve donc dans une position tout à fait spécifique. Contrairement aux employés de l'entreprise, aux fournisseurs, aux créanciers et aux consommateurs, il n'a pas la possibilité de re-négocier les termes de son contrat lorsque celui-ci arrive à échéance. En effet, l'actionnaire qui a investi pour l'entière durée de vie de l'entreprise peut décider de vendre sa part de capital si un marché d'actions existe, ce qui peut être une solution radicale ; ou il peut encore espérer une modification de sa relation contractuelle à l'entreprise si celle-ci, ou plus exactement, le conseil d'administration, entreprend de modifier les statuts de l'entreprise [Williamson, 1985, p. 305].

L'un des enjeux de la gouvernance des sociétés est ici clairement mis en évidence. Williamson remarque que certaines entreprises reconnaissent le besoin exprimé par les actionnaires de contrôler ou pour le moins de connaître les décisions prises par les administrateurs de l'entreprise et le management mais qu'il existe aussi de nombreux cas dans lesquels les actionnaires sont le jouet de « 'end games', undisclosed strategic decisions to cut and run before corrective measures can be taken, and individual managers commonly disclose information selectively or distort the data. » [Williamson, 1985, p. 306]. Dans la mesure où l'information n'est pas transparente, on peut considérer que le marché perd une partie de son efficacité et que le cours auquel les actions de l'entreprise s'échangent sur le marché boursier ne reflète donc pas forcément la valeur des titres. Les actionnaires se voient potentiellement diminués dans le droit et le choix qui sont les leur de vendre leurs actions au moment opportun ou de les conserver, confiants qu'ils sont dans l'information qui leur est communiquée sur la santé de l'entreprise dont ils sont actionnaires. Pour pallier ce déficit informationnel, la SEC a donc tenté d'impliquer davantage les actionnaires et de leur permettre de consolider la responsabilité que les administrateurs de l'entreprise ont engagée auprès d'eux.

Cette responsabilité et la nécessité qu'elle soit endossée constitue l'un des axes principaux de réforme promulgués par la loi Sarbanes-Oxley. Par exemple, la SEC, chargée de l'application pratique de l'esprit de la loi, a décidé de s'atteler à la question du droit des actionnaires mécontents qui pourraient exprimer le souhait de remplacer quelques membres du conseil d'administration voire même son président.

William Donaldson, directeur de la SEC, a plaidé en faveur d'une plus grande implication des actionnaires dans le processus de décision des entreprises [Michaels, 2003]. Celles-ci proposent des candidats au poste d'administrateur mais la seule possibilité pour les actionnaires restait jusqu'alors l'abstention si le candidat ne leur semblait pas adéquat, ou encore de se lancer dans une bataille de procurations pour contrecarrer les propositions. La volonté de la SEC a donc été de permettre à certains groupes d'actionnaires de proposer leur propre candidat à un siège au sein du conseil d'administration.

L'influence et la marge de manœuvre du régulateur sont très importantes mais elles doivent aussi évoluer dans le cadre d'une économie de marché qui suppose un certain degré de liberté laissé aux transactions et aussi dans un pays fédéral dans lequel les états fédérés ont aussi des prérogatives en matière financière. On remarquera, par exemple, que l'Etat du Delaware compte un nombre impressionnant de domiciliations d'entreprises financières.

3. Le marché et le régulateur.

Les marchés financiers permettent d'échanger des produits financiers. L'automatisation de la dissémination des données concernant ces produits en particulier concernant leur prix semble rendre ces marchés, au premier abord, plus accessibles. Plusieurs sites internet peuvent donner en effet l'impression que la communication des données est facile et qu'il est aisé de pouvoir passer des ordres d'achat ou de vente par l'intermédiaire de courtiers en ligne. Cependant, la situation est bien plus complexe et comme nous l'avons dans le cas des *mutual funds*, certains investisseurs ont été favorisés par des initiés et des professionnels mais en revanche, les conséquences négatives d'une mauvaise gestion d'un fond seront les mêmes pour tous les investisseurs à hauteur de leur investissement.

L'asymétrie d'information sur les marchés financiers est donc particulièrement néfaste [Spencer, 2000, p. 6]. Cette asymétrie se manifeste lorsqu'acheteurs et vendeurs ne partagent pas la même vision de l'avenir car ils disposent d'informations différentes ce qui peut les conduire à prendre la décision d'entrer sur le marché pour de mauvaises raisons. En effet, comme ce fut le cas pour plusieurs banques d'investissement, l'information affichée sur la qualité d'un titre peut cacher volontairement une part d'ombre à l'investisseur non averti..

Le marché se voit alors amputé de sa fonction « adoucissante » comme nous le rappelle Hirschman dans sa « thèse du doux commerce » [1982, p. 1464]. S'appuyant sur Montesquieu et Thomas Paine mais aussi David Hume et Adam Smith, Hirschman évoque l'idée que, libéré d'une tutelle étatique écrasante, le marché permettrait de se soustraire aux décisions et actions arbitraires et aux jeux de pouvoir du souverain. A la fin du 18^{ème} siècle, l'idée d'un commerce adoucissant les mœurs apparaît comme une véritable idée novatrice et libératrice. Un marché peut donc permettre un échange libéré des contraintes négatives de la liberté individuelle telles qu'on peut les trouver dans un état autoritaire. Cette thèse, qui s'inscrit dans l'héritage des Lumières, sera rapidement obscurcie par une autre thèse, qui prend forme au 19^{ème} siècle, dite de l'auto-destruction du système de marché capitaliste. Il s'agit de l'apport de Karl Marx mais aussi de façon plus « sophistiquée », pour reprendre le terme de Hirschman [1982, p. 1468], de celui de Joseph Schumpeter. En effet, Schumpeter répond plutôt par la négative à la question de savoir si le système capitaliste pourra survivre, entraîné qu'il est dans une course folle et auto-destructrice. Le système capitaliste est vu ici comme un apprenti sorcier qui ne saurait plus arrêter une machine qu'il aurait créée et lancée à pleine vitesse [Hirschman, 1982, p. 1469].

Il semble que les scandales financiers évoqués précédemment aux Etats-Unis pourraient relever de ces deux thèses à la fois dans le portrait qu'ils permettent de dresser des marchés financiers. Ils oscillent d'une part, entre une complexification croissante doublée d'une technicité électronique avant-gardiste qui permet de connaître et d'intervenir sur les marchés en temps réel, en particulier grâce à l'usage omniprésent de l'informatique. De plus, une croissante complexification financière témoigne des efforts fournis pour tenter de se prémunir autant que possible contre les risques de pertes potentielles. Ainsi, des innovations importantes telles que les marchés dérivés, la modélisation pour la gestion de portefeuille mais aussi les phénomènes de titrisation des créances désormais très répandus [Geithner, 2004] essaient de morceler le risque de non recouvrement de l'argent investi.

Mais, ce mouvement oscillatoire nous conduit aussi vers un cloisonnement fort entre les initiés et les non-initiés, ou encore vers les dangers de l'accessibilité d'une sphère financière de plus en plus ouverte au plus grand nombre sans qu'il ait nécessairement les moyens financiers mais aussi techniques pour être un intervenant à part égale avec les professionnels. Les promesses de l'internet et sa rapidité de diffusion ont fait naître des espoirs, peut-être des illusions, concernant la véritable accessibilité des marchés financiers et des différents produits qui y sont échangés. Néanmoins pour profiter pleinement de ces innovation et de cette grande accessibilité, les consommateurs de produits financiers devraient pouvoir afficher quelques connaissances de base pour pouvoir prendre des décisions d'investissement éclairées et jauger le degré de pertinence et de crédibilité des différentes sources d'information. C'est à ce prix qu'ils pourront se transformer en : « consumers who are better equipped to survive and, more important, thrive in our vibrant, diverse, complex financial marketplace. »¹²

Tant que ces conditions ne sont pas tout à fait remplies et que les investisseurs dans leur grande diversité ne peuvent pas évaluer la qualité de l'information qui leur ai donnée malgré l'importante popularité, voire démocratisation, de certains produits financiers tels que les *mutual funds*, la question de la réglementation prendra tout son sens. Cette réglementation vient atténuer ce mouvement oscillatoire entre des acteurs très divers. On trouve sur les marchés financiers aujourd'hui tout type d'investisseur sans que chacun d'eux n'ait la véritable conscience des risques financiers encourus. Par quels moyens peut-on à la fois assurer les conditions de vie d'un marché libre tout en y intégrant les contrôles internes et la gestion du risque?¹³ Aux Etats-Unis, c'est au lendemain de la grande crise de 1929 que la nécessité absolue d'une réglementation financière a trouvé écho auprès du législateur.

Ainsi, depuis 1934, les marchés financiers doivent fonctionner sous la houlette d'organisations auto-réglementées (*Self-Regulatory Organizations - SROs*) dans un cadre établi par la SEC. Il n'y a donc pas de réglementation directement imposée aux différents acteurs des marchés financiers mais en fait une réglementation déléguée aux SRO. Ce système n'a pas donné toute satisfaction et la SEC a dû s'y substituer, ou se montrer plus inquisitrice dans le fonctionnement des SRO, pour tenter de corriger les écarts ou les dérives lorsque les SRO ne semblaient plus à même de remplir leur fonction [Oesterle, 2000, p. 1]. La vague de scandales financiers qui a secoué l'Amérique en ce début de vingt et unième siècle vient rappeler les faiblesses potentielles de ce système d'intermédiation réglementaire qui, dans plusieurs cas, n'est pas parvenu à garantir l'ouverture, la transparence et l'honnêteté qu'un véritable système concurrentiel doit garantir aux investisseurs afin de gagner et de conserver leur confiance.

Or, de façon perverse, alors que la SEC gagnait du terrain sur les SRO en matière de réglementation financière en réaction à différents scandales qui n'avaient pu être évités, les SRO, et donc les acteurs qu'elles devaient réglementer, devenaient de plus en plus laxistes dans leurs exigences s'en remettant mollement au contrôle de la SEC et affaiblissant ainsi leur propre rôle de « police des marchés » [Oesterle, 2000, p. 3].

Quel est donc le but de la réglementation des marchés financiers ? Selon la formulation de George Stigler, « the purpose of this regulation is to increase the portion of truth in the world and to prevent or punish fraud, and who can defend ignorance or fraud ? » [1964, p. 117]. Nous assistons bien avec la loi Sarbanes-Oxley et ce près de quarante années plus tard, au renforcement de la législation qui doit permettre de garantir une information aussi exacte que possible, seule garante d'un système financier sain et donc durable. Les contrôles internes doivent être renforcés à tous les niveaux et dans tous les établissements financiers, bancaires ou non ; les contrôles externes doivent eux-aussi traduire la volonté d'apporter une évaluation extérieure débarrassée de conflits d'intérêt¹⁴.

Il semble donc, qu'à l'heure où la déréglementation et ses méfaits ont beaucoup alimenté les débats, les Etats-Unis, aient, en matière financière renforcé la réglementation. Cette réglementation doit aussi prendre un tour psychologique et tenter de rassurer les intervenants sur les différents marchés financiers afin de ne pas décourager la participation sur ces marchés et d'éviter les mouvements de panique qui, à l'instar des bulles spéculatives qui amplifient les hausses, aggravent les baisses.

Conclusion

La place de l'actionnaire et l'idée d'actionnariat aux Etats-Unis recouvre une réalité fort commune pour une grande proportion d'américains. John Kerry, le candidat démocrate à la présidence en 2004, ne s'y est pas trompé lorsqu'il comparait cette journée électorale du 2 novembre 2004 à une gigantesque assemblée générale d'actionnaires venant juger la direction de l'entreprise Amérique : « On Nov. 2 America will have a national shareholders meeting. On the ballot will be the choice to continue with President Bush's policies or return to the fiscal sanity and pro-growth policies that proved so successful in the 1990s. »¹⁵ Américains, vous disposez d'un droit de vote lors de cette assemblée générale, exercez-le! Voilà ce que semble dire Kerry à l'ensemble de la population américaine.

La question de la responsabilité des gestionnaires (*corporate responsibility*) recouvre aussi une dimension politique et l'analogie vient nous rappeler que, traumatisés par des scandales à répétition, l'homme politique et le régulateur doivent prendre toute leur place dans l'accompagnement des pratiques financières qui, souvent, fortes de leur énorme capacité d'innovation dépassent toujours ou en tous cas précédent le filet réglementaire qui peut être tendu par l'Etat.

¹ Gullapalli, Diva, 2004, "Fannie Lapses Vindicate Case for Strictness", *Wall Street Journal*, 4 octobre, p. M1.

² Ces cinq cabinets sont par ordre alphabétique : Arthur Andersen, Deloitte & Touche, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG ; et ce jusqu'à la disparition d'Arthur Andersen.

³ Levitt, Arthur, *Take on the Street : What Wall Street and Corporate America Don't Want you to Know*, New York : Pantheon, 2002. Cité par [ADAMS et BROCK, 2004, p. 322]

⁴ HR 3763

⁵ Norris, Floyd, 2002, « New Arbiters of Auditing », *The New York Times*, 28 octobre.

⁶ Il s'agit de Citigroup, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Goldman Sachs, UBS Warburg, Bear Stearns, Lehman Brothers, J.P. Morgan Chase, U. S. Bancorp Piper Jaffray. [Dwyer, 2003, p. 33].

⁷ Deux analystes vedette ont été ainsi condamnés: Jack B. Grubman (Salomon Smith Barney) et Henry R. Blodget (Merrill Lynch) et se sont vus interdire à vie de travailler in the securities industry.

⁸ «Up and down Wall Street, analysts and investment bankers, under the watchful eye of management, turned the business of investment into a crass 'heads we win, tails you lose' proposition for investors. »[Dwyer, 2003, p. 30].

⁹ Bogle, Fred, 2004, Senate Hearing, US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 26 février.

¹⁰ « Perils in the Saving Pool », *The Economist*, 8 novembre 2003.

¹¹ We have seen a betrayal of individual investors, who entrusted their confidence, the fruits of their labor, their hopes and dreams for the future of this industry for safekeeping. Every mutual fund investor should expect and is entitled to, honest and industrious fiduciaries who sensibly put their money to work for them in our capital markets. Investors also deserve a brokerage and mutual fund industry built on fundamentally fair and ethical legal principles

¹² Braunstein, Sandra et Carolyn Welch, 2002, « Financial Literacy : An Overview of Practice, Research, and Policy », *Federal Reserve Bulletin*, novembre, p. 457.

¹³ Geithner évoque à ce sujet "the 'arms race' in finance", [2004, p. 3]

¹⁴ France, Mike, 2004, "The New Accountability", *Business Week*, 26 juillet, p. 34 et 37.

¹⁵ Kerry, John, 2004, « My Economic Policy », *Wall Street Journal Europe*, 15 septembre, p. A8.

Bibliographie

Adams, Walter et James W. Brock, 2004, *The Bigness Complex*, Stanford, Stanford University Press.

Atkins, Paul S., 2003, "The Sarbanes-Oxley Act of 2002: Goals, Content, and Status of Implementation", discours devant la International Financial Law Review, 25 mars.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch032503psa.htm>

Benston, George, Michael Bromwich, Robert E. Litan et Alfred Wagenhofer, 2003, *Following the Money*, AEI – Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Washington, D. C.

Donaldson, William H., 2004, "Remarks to the National Association of Securities Dealers", 12 mai.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch051204whd.htm>

Dwyer, Paula, Mike McNamee, Emily Thornton, Nanette Byrnes, 2003, "Will it Matter?", *Business Week*, 12 mai, pp. 30-33.

Engen, Eric M, et Andreas Lehnert, 2000, "Mutual Funds and the US Equity Market", *Federal Reserve Bulletin*, décembre, pp. 797-812.

Fornelli, Cynthia M., 2004, "Succeeding in the New Regulatory Environment", discours devant le Hedge Fund Best Practices Seminar, 14 septembre.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch091404cmf.htm>

Garten, Helen H., 2001, *US Financial Regulation and the Level Playing Field*, Palgrave, Basingstoke.

Geithner, Timothy F., 2004, "Perspectives on the US Financial System", discours devant le Economic Club de New York, 27 mai.

<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2004/gei040527.html>

Glassman, Cynthia A., 2003a, "SEC Implementation of Sarbanes-Oxley: The New Corporate Governance", discours devant le National Economic Club, 7 avril.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch040703cag.htm>

-- 2003b, "Financial Reform: Relevancy and Reality in Financial Reporting", discours devant la National Association for Business Economics, 16 septembre.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch091603cag.htm>

-- 2004, "The SEC's Role as Functional Regulator of Bank Securities Activities", 18 juin.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch061804cag.htm>

Goldschmid, Harvey J., 2003, "Mutual Fund Regulation: A Time for Healing and Reform", discours devant la Securities Law Development Conference, 4 décembre.

<http://www.sec.gov/news/speech/spch120403hlg.htm>

2004a, "Growth Stocks, Anyone?", *The Economist*, 26 juin, p. 74.

2004b, "Mutual Funds in America: A Rash of Rules", *The Economist*, 26 juin, p. 83.

Labaton, Stephen, 2003, "S.E.C. Proposes Rules to End Late Trading in Mutual Funds", *New York Times*, 4 décembre.

Michaels, Adrian et Deborah Brewster, 2003, « Waiting Outside the Boardroom: Will Big US Shareholders Use their Power to Hold Company Directors to Account?", *Financial Times*, 7 octobre, p. 13.

Hirschman, Albert O., 1982, "Rival Interpretations of Market Society: Civilizing, Destructive, or Feeble?", *Journal of Economic Literature*, décembre, pp. 1463-1484.

Lee, Ruben, 2000, *What is an Exchange?*, Oxford University Press.

Spencer, Peter D., 2000, *The Structure and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press.

Stigler, George J., 1964, "Public Regulation of the Securities Markets", *Journal of Business*, Avril, pp. 117-142.

Williamson, Oliver E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.