

La loi Sarbanes-Oxley va-t-elle améliorer la sécurité financière des investisseurs ?

▶ De trop nombreux actionnaires ont été les victimes de scandales financiers et d'investissements reposant sur des informations trompeuses. L'évocation du préjudice de 90 milliards de dollars subi par les investisseurs lors de la seule faillite d'Enron nous laisse espérer que la loi Sarbanes-Oxley pourra accroître la transparence des sociétés cotées et restaurer la confiance des investisseurs.

© Photo Xavier Paper



▶ **Xavier Paper**
Paper Audit & Conseil

Un alourdissement des contraintes existantes pour les sociétés cotées

Votée par le Congrès des Etats-Unis le 30 juillet 2002, afin de restaurer la confiance des marchés et des investisseurs dans la communication financière des sociétés cotées aux Etats-Unis et dans les cabinets en charge de leur audit, la loi Sarbanes-Oxley est souvent perçue comme un dispositif visant à apporter une réponse précipitée et radicale au scandale financier Enron.

Les dates d'application de cette loi dépendent du type de sociétés concernées. Elle s'applique aux exercices clos à partir du 15 novembre 2004 pour les sociétés identifiées comme « accelerated filers », à savoir les sociétés de droit américain dont le flottant est supérieur à 75 millions de dollars, soumises aux exigences du « Securities Exchange Act », loi américaine datant de 1934 et régissant notamment les obligations d'information du public, depuis au moins douze mois et ayant déposé et enregistré au minimum un rapport annuel, et à partir du 15 juillet 2005 pour celles identifiées comme « non accelerated » pour les sociétés de droit étranger, au nombre desquelles figurent les sociétés françaises cotées simultanément sur les marchés français et américain. L'application de la loi

Sarbanes-Oxley a été différée à deux reprises afin de donner aux dirigeants le temps et les moyens d'évaluer la qualité de leur contrôle interne. En effet, la loi comporte une partie majeure, la section 404, relative à la gestion et l'évaluation du contrôle interne, ces tâches étant placées sous la responsabilité conjointe du directeur général (CEO)¹ et du directeur financier (CFO)². En droit américain, la responsabilité des dirigeants en matière boursière n'est pas une nouveauté ; elle était déjà visée par deux textes majeurs, d'une part la loi sur les instruments financiers de 1933 concernant l'appel public à l'épargne, le « Securities Act », d'autre part la loi sur les marchés financiers de 1934, le « Securities Exchange Act », qui régit, notamment, les obligations d'information du public. Force est de constater, si l'on observe les scandales financiers qui n'ont cessé de défrayer la chronique américaine depuis plusieurs années, que ces deux textes n'ont pas eu l'effet dissuasif escompté. Pourtant, la loi de 1933 prévoit que tout acheteur d'instruments financiers offerts au public peut porter plainte si la note d'information relative à ces instruments s'avère fautive ou trompeuse. Ces plaintes visent généralement les signataires de la note d'information, les dirigeants de la société au moment des faits, les experts

visés dans la note ainsi que les banques présentatrices ou introductrices. Ils peuvent néanmoins s'exonérer de leur responsabilité s'ils prouvent qu'ils ont procédé aux diligences nécessaires pour s'assurer de l'exactitude des informations contenues dans la note d'information. Ces plaintes peuvent aboutir à l'annulation des achats des instruments en cause et à des condamnations à des peines d'emprisonnement ou d'amendes. De son côté, la loi de 1934 sanctionne toute déclaration mensongère et toute omission dans une note d'information de nature à tromper les investisseurs. A ce titre, de nombreuses procédures collectives, ou « class actions », ont été intentées en matière boursière contre des dirigeants de sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis.

La loi américaine Sarbanes-Oxley, qui vient compléter les dispositions précitées, déjà très anciennes, est, par ailleurs, plus précise que la loi de sécurité financière (LSF) française, dans la mesure où elle ne vise que les procédures de contrôle interne ayant un impact sur le reporting financier, le texte français visant l'intégralité des procédures de contrôle interne, mais également plus exigeante car les sanctions en cas d'inculpation pénale sont plus lourdes (1 million de dollars et 10 ans d'emprisonnement en cas de

fausse certification non intentionnelle, 5 millions de dollars et 20 ans d'emprisonnement en cas de fausse certification intentionnelle).

La loi Sarbanes-Oxley renforce considérablement les informations du public qui pèsent sur les sociétés émettrices étrangères. Elle contient de nombreuses règles nouvelles de gouvernement d'entreprise, comme l'introduction de comités d'audit indépendants, l'interdiction pour les dirigeants d'emprunter à titre personnel auprès de leurs sociétés, la généralisation de « fenêtres négatives », c'est-à-dire de périodes pendant lesquelles les dirigeants ne peuvent ni acheter ni vendre les titres de leur société, l'adoption de codes de déontologie par les directeurs financiers et la renonciation obligatoire par les dirigeants à leurs primes ou bonus si la société procède à une révision ultérieure de ses comptes. La loi Sarbanes-Oxley exige en outre des attestations personnelles des dirigeants sur de nombreux documents d'information établis par la société. En particulier, la certification relevant de la section 302 sur les contrôles internes financiers, qui entrera en vigueur dès 2005 pour toutes les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis, directement ou sous la forme d'ADR (« American Depositary Receipts »), obligera le directeur général d'une société cotée et son directeur financier à certifier personnellement qu'ils ont mis en place les procédures internes adéquates pour s'assurer de la régularité des états financiers de la société. Par ailleurs, la section 404 de la loi exige qu'ils évaluent de manière explicite, dans un rapport public, l'efficacité des procédures de contrôle interne des sociétés dont ils assurent la direction. A titre de comparaison, dans le cadre de la loi de sécurité financière (LSF) en vigueur en France, le Président du conseil d'administration se contente de rendre compte des procédures de contrôle interne sans avoir à se prononcer sur son efficacité. Dans ce cadre, les auditeurs des sociétés cotées doivent établir deux attestations, la première concernant l'évaluation effectuée par le management, la seconde concernant l'efficacité effective, à leur sens, des procédures de contrôle interne.

Des coûts non négligeables pour les sociétés cotées

Les surcoûts engendrés par la loi Sarbanes-Oxley, liés pour l'essentiel à la mise en place de procédures de contrôle interne relatives à la production de l'information financière, s'élèvent à des sommes considérables et conduisent certaines sociétés, principalement des sociétés étrangères dont la capitalisation boursière est modeste, à s'interroger sur le bien-fondé de leur présence sur les marchés financiers. Certaines, qui n'ont pas les moyens de faire face au nouveau poids de la réglementation, choisissent de se retirer de la cote. Cette inflation des coûts a notamment été confirmée par une enquête informelle menée, en mai 2003, par l'association professionnelle « Financial Executives International », auprès de 83 sociétés cotées ayant un chiffre d'affaires de plus de 3,27 milliards de dollars. Les sociétés interrogées considéraient qu'elles devraient consacrer en moyenne 6700 heures à l'évaluation et à l'amélioration de leurs procédures de contrôle interne et en moyenne 480 000 dollars supplémentaires pour les services d'audit de logiciels, de consulting externe et de formation des employés. Ces sociétés anticipaient également une augmentation des honoraires d'audit de 35 %, correspondant au coût de l'établissement de leur attestation sur l'évaluation du contrôle interne faite par les dirigeants. Par ailleurs, la représentation au sein des conseils d'administration fait l'objet de réflexions comparables. Il n'est plus rare que des administrateurs démissionnent de leurs postes, considérant que l'exercice de leur mandat présente, en définitive, plus d'inconvénients que d'avantages.

Quelle sera l'efficacité du nouveau dispositif ?

L'ensemble des mesures édictées par la loi Sarbanes-Oxley va imposer aux sociétés cotées aux Etats-Unis ainsi qu'à leurs auditeurs un niveau de formalisme, jamais atteint jusque-là, ainsi qu'une rigueur incontestable dans la

présentation et la formalisation de leurs tests et de leurs contrôles. L'étendue des vérifications détaillées par process et imposées au management et aux auditeurs va-t-elle pour autant réellement contribuer à améliorer la sécurité financière des investisseurs, compte tenu du fait que la plupart des scandales financiers auxquels nous avons assisté ces dernières années n'avaient que très peu de liens avec les procédures de traitement de l'information mais résultaient bien plus souvent de fraudes sciemment commises par des managers, craints et hors d'atteinte, peu soucieux des règles élémentaires régissant l'éthique et la déontologie. Par ailleurs, on peut regretter que les auteurs de la loi Sarbanes-Oxley aient évité de se prononcer sur les grands sujets comptables qui ont alimenté la chronique des scandales passés, qu'il s'agisse des transactions hors bilan, des sociétés non consolidées figurant dans des paradis fiscaux, des entités ad hoc et des stock-options. Le traitement de ces sujets comptables a, au contraire, été laissé entre les mains de la SEC « Securities Exchange Commission », le gendarme des marchés américains, du FASB « Financial Accounting Standards Board », l'organisme américain en charge de la normalisation comptable, et, d'une manière générale, aux acteurs économiques et financiers. Seul l'avenir pourra nous dire si les investisseurs seront finalement mieux protégés que par le passé par ces nouvelles mesures ou si ces dernières n'auront fait qu'accroître le montant des honoraires perçus par les cabinets de consulting, d'audit et d'avocats.

Xavier Paper, associate, Paper Audit & Conseil

Will the Sarbanes-Oxley law improve financial security for investors?

Far too many shareholders have fallen victim to financial scandals or have been led into making investments based on misleading information. The 90 billion dollars lost by shareholders following the collapse of Enron is in itself justification enough for hoping that the Sarbanes-Oxley law will improve financial transparency and restore investor confidence.