

Éthique

Les conséquences de la débâcle d'Enron sur les métiers exercés par les banques

L'affaire Enron a mis en exergue de nombreux dysfonctionnements des banques d'affaires.

Tous les garde-fous semblent avoir été complètement inopérants pour éviter une catastrophe financière, politique et sociale. Au-delà de ces aspects, c'est une réflexion sur l'éthique des affaires qu'il s'agit de mener.

L'AFFAIRE ENRON N'EST malheureusement pas le simple résultat des agissements malhonnêtes de quelques-uns, mais le reflet profond des faiblesses du système de gouvernance¹ des grandes entreprises. Au-delà, une réflexion sur les pratiques et le fonctionnement des banques et sur l'éthique des affaires doit être entamée.

La chute du courtier en énergie a déclenché un débat d'une rare intensité sur les règles qui doivent gouverner les entreprises et les marchés financiers, et si les cabinets d'audit ont leur part de responsabilité, ils ne sont pas les seuls. Les analystes financiers n'ont pas montré toute la pruden-

ce voulue dans cette affaire. Cinq jours avant la faillite, un grand nombre d'analystes réputés recommandaient fortement l'achat d'actions Enron. Si ces derniers se défendent en se réfugiant derrière les annonces² et les comptes certifiés de la société texane, ils sont, en réalité, au cœur de conflits d'intérêts. En effet, les banques d'affaires gèrent les portefeuilles de clients privés ou institutionnels, tout en fournissant de l'ingénierie financière

aux firmes pour les augmentations de capital, les émissions d'obligations... Il convient donc de s'interroger sur le principe de séparation entre le métier d'analyste externe et celui de « financeur » des sociétés analysées.

À cet égard, il semble utile de revenir sur le rôle des banques d'affaires. C'est grâce à des multiples (en réalité des milliers) sociétés, des *Special purpose entities* (SPE) basées dans des paradis fiscaux, qu'Enron a pu « sortir » son énorme dette des comptes du groupe et la cacher. Les banques avaient connaissance de ces montages car ce sont elles qui les avaient mis sur pied, elles ont indéniablement « joué avec le feu » et cela en définitive au détriment des actionnaires.

La chute d'Enron a été une très mauvaise nouvelle pour ses créanciers. En effet, le courtier en énergie avait accumulé une dette financière de plus de 15 milliards de dollars³.

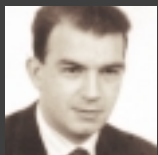
Dans ce séisme, les banques les plus affectées et exposées ont été les banques américaines et particulièrement JP Morgan-Chase et Ci-

tigroup qui représentaient 10 % de la dette d'Enron.

La faillite du géant américain la plus retentissante de l'histoire des États-Unis pourrait-elle illustrer les effets pervers d'un modèle bancaire combinant les activités de crédit et de banques d'affaires ? Sous le feu de la critique figurent naturellement les banques américaines JP Morgan-Chase et Citigroup, issues toutes deux de méga-fusions bancaires entre des banques commerciales Chase et Citibank, d'un côté, et des banques d'investissement JP Morgan et Salomon Smith Barney, de l'autre. Dans l'affaire Enron, force est de constater que ces deux géants bancaires américains sont à la fois les établissements les plus exposés

“ C'est la question de l'efficacité des « murailles de Chine » au sein des établissements de crédit qui se pose. ”

dans la dette du courtier énergétique et les banquiers conseils d'Enron dans la fusion avortée avec Dynegy. Certains s'étonnent même de ce projet de fusion alors même



ÉRIC SÉVERIN
Enseignant-chercheur
Université de Lille 1

qu'Enron avait, en octobre, envoyé des signaux inquiétants. À cette époque, le groupe avait enregistré une perte de 1 milliard de dollars pour des investissements hasardeux. L'exposition de JP Morgan Chase et de Citigroup suscite d'autant plus de questions qu'elle dé-

« entités déconsolidantes ». Tout en donnant des recommandations sur le titre Enron via son département de recherche, JP Morgan Chase aurait-elle concédé trop de prêts à Enron pour s'assurer des mandats de fusions-acquisitions? A-t-elle pu recommander en toute

organisations professionnelles réfléchissent à de nouvelles pratiques garantissant l'indépendance des analystes.

PERSPECTIVES À COURT ET LONG TERMES

À court terme, on observe une stigmatisation des pratiques bancaires et des collusions entre banques, analystes et avocats. Dans un premier temps, l'Université de Californie, au nom d'actionnaires ruinés dans cette débâcle, a engagé une action collective contre neuf banques (JP Morgan Chase, Citigroup, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, CIBC, Bank of America, Barclays, Deutsche Bank et Lehman Brothers) au motif que ces dernières auraient dissimulé des faits dont l'impact pouvait potentiellement se révéler négatif lors des opérations d'émission de titres Enron. En contribuant à gonfler artificiellement le cours de ces titres, les banques ont réalisé des opérations d'initiés en vendant des actions Enron pour 1,2 milliard de dollars. À cela s'ajoutent des émissions de titres pour une valeur de 1,8 milliard de dollars, sur lesquelles ont été prélevées des commissions.

Selon l'Université de Californie, les établissements en cause ont également été cités pour « avoir contribué à structurer et à financer au moins un montage illicite (ou SPE), avoir aidé à falsifier les comptes d'Enron en lui permettant de dissimuler des milliards de dollars de dette dans son bilan », tandis que leurs analystes financiers « publiaient des recommandations extrêmement positives, mais erronées et fallacieuses ». Plus généralement, l'université stigmatise les pratiques de ces banques, contestant ainsi l'existence de ces fameuses « murailles de Chine », censées assurer l'étanchéité entre les différents services d'une banque pour éviter tout risque de conflit d'intérêts. Pis, l'université n'hésite pas à parler « d'intentionnalité ». Les banques avaient en ef-

pas le cadre de la dette et s'étend sans doute au rôle de contrepartie du courtier en énergie sur le marché des produits dérivés.

CONFLITS D'INTÉRÊTS AU SEIN DES BANQUES

L'affaire Enron met en lumière les conflits d'intérêts⁴ et leurs effets pervers au sein des banques. On a ainsi pu constater certaines dérives de grandes banques prêtes à utiliser leur capacité de financement pour gagner des mandats de conseil en fusions-acquisitions. Comment en effet assumer sans ambiguïté la double position de créancier et de conseiller des actionnaires? Comment être insensible aux multiples exigences et pressions d'un client qui ne voit en face de lui qu'un seul interlocuteur, sa banque?

L'exemple de Chase est révélateur. Le géant bancaire américain, exposé à hauteur de 2,6 milliards de dollars sur Enron, cumulait de nombreuses fonctions pour le courtier en énergie. L'établissement était non seulement l'un de ses principaux créanciers, mais également l'un de ses banquiers-conseils dans son projet de fusion avorté avec Dynegy, ainsi que l'un de ses investisseurs dans certaines

bonne foi le titre Enron à l'achat après lui avoir accordé des prêts massifs?

C'est toute la question de l'efficacité des « murailles de Chine » au sein des établissements de crédit qui se pose. Censées assurer l'étanchéité entre les différentes activités d'une banque, ces séparations déontologiques virtuelles sont particulièrement mises à mal par la constitution de géants bancaires, proposant toute la gamme des services financiers. Face à un client qui souhaite voir ses besoins pris en compte globalement, il pourrait être tentant de mieux capitaliser sur les synergies entre les différents métiers, provoquant dès lors des conflits d'intérêts majeurs. La problématique n'est pas neuve. Au lendemain du krach technologique en 2000, le débat s'était surtout porté sur les liens entre les analystes financiers, chargés d'émettre des recommandations sur des titres boursiers, avec les équipes d'introduction en bourse. Certains analystes, particulièrement optimistes sur les perspectives de certaines *start-ups* internet, dont ils détenaient des actions à titre personnel, avaient été suspectés de partialité. Depuis, les autorités de surveillance de la Bourse et les

fet intérêt à ce que les escroqueries comptables d'Enron perdurent, certains prêts concédés étant remboursés par des émissions de titres Enron. L'université de Californie dénonce aussi le fait que certains dirigeants de ces banques ont pu investir, à titre personnel, plusieurs dizaines de millions de dollars dans ces montages illicites. Tout l'art de ces montages consistait à extraire d'importantes tranches de dettes du bilan d'En-

d'intérêts chez les analystes financiers. Dans un tel contexte, des questions déontologiques se posent s'agissant du modèle anglosaxon de la banque d'affaires. En effet, comment s'assurer que l'étanchéité nécessaire entre la recherche, le conseil et les activités de prêts soit maintenue dès lors que des sommes considérables sont en jeu ? D'une manière générale, c'est la question des conflits d'intérêts entre différents métiers d'une banque, la recherche contre la banque d'investissement, la banque d'investissement contre la banque de financement, qui se pose et qui mine la réputation des banquiers d'affaires.

S'il n'est pas évident qu'il y ait une morale dans la vie des affaires, certains comporte-

ments comme ceux observés dans l'affaire Enron sont clairement à proscrire. Aucun code éthique n'épuisera la liste des décisions et des actions bonnes ou mauvaises. Les deux premiers piliers de l'éthique sont l'efficacité et la légitimité (Gélinier, 1991). Si celles-ci sont des conditions nécessaires, elles ne sont pas suffisantes. Dans le cas d'Enron et de ses rapports avec l'ensemble de ses partenaires, l'efficacité à court terme a contredit son efficacité à long terme. À ce niveau, il reste à savoir si les mastodontes du secteur prendront la mesure du danger, et si les régulateurs, Security and Exchange Commission en tête, sauront les contraindre à éviter le mélange des genres.

Finalement, il convient de constater qu'il n'y a pas de marché sans règles et sans institutions coercitives pour la faire respecter. Ce principe n'est pas nouveau, des économistes, que l'on qualifie d'institutionnalistes, l'avaient déjà signalé dans les années trente. Que la règle soit envisagée comme une instruction, une procédure, une contrainte ou une charte éthique, elle a d'abord pour fonction de donner un cadre aux transactions internes comme externes à l'entreprise. Mais cette règle n'est efficace qu'à condition que l'institution (autorité de régulation, de contrôle...) qui est chargée de la faire respecter dispose d'une véritable indépendance et d'un véritable pouvoir de coercition. C'est pourquoi il convient de préciser les règles du jeu du secteur et les règles institutionnelles. S'il est légitime qu'une entreprise recherche une amélioration de sa position concurrentielle dans le changement des règles du jeu du secteur, cela ne peut se concevoir que dans le cadre de règles institutionnelles clairement et fermement établies. ■

BIBLIOGRAPHIE

- Blazy R., 2000, *La faillite : éléments d'analyse économique*, Paris, Economica, 331 p.
 Charreaux G., 1997, *Vers une théorie du gouvernement des entreprises*, dans *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica.
 Célinier O., 1991, *L'éthique des affaires*, Seuil, Paris.
 Jensen M.C., Meckling W. H., 1976, *Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.
 Shleifer A., Vishny R.W., 1996, *A Survey of Corporate Governance*, NBER, Working paper series, 5554.

“ Ces malversations relancent le débat sur l'éthique dans les banques d'affaires, déjà passablement égratignées ces derniers mois. ”

ron, afin que celui-ci conserve une bonne notation de crédit, et par là même continue à émettre des obligations dans de bonnes conditions, tout en améliorant ses résultats financiers, par le biais de commissions prélevées sur ces entités. Pour maintenir ces sociétés en dehors de son périmètre de consolidation, le courtier en énergie s'assurait notamment que plus de 3 % de leur capital étaient détenus par des investisseurs indépendants, se fondant sur une interprétation contestable de la réglementation comptable américaine.

Ces malversations relancent le débat sur l'éthique dans les banques d'affaires, déjà passablement égratignées ces derniers mois, à commencer par les conflits

1 Shleifer et Vishny (1996) définissent le champ du gouvernement d'entreprise, comme l'étude des procédés par lesquels les apporteurs de capitaux (réduits aux seuls apporteurs financiers) garantissent la rentabilité de leur investissement. Charreaux (1997) a une définition plus large car il retient l'ensemble des mécanismes qui influencent la conduite des dirigeants et délimitent leur espace discrétionnaire.

2 Cela ouvre plus largement le problème de la communication financière. L'affaire Enron a mis en cause l'information fiable et crédible. Des interrogations ont vu le jour sur : l'amortissement des survaleurs, les règles de consolida-

tion, l'enregistrement des dettes et les éléments hors bilan. Certes l'ampleur des dérives constatées sur Enron est exceptionnelle, mais la mondialisation des marchés financiers et boursiers et donc leur porosité ont un effet de globalisation de ces problèmes et donc de leurs solutions.

3 Notons que dès lors qu'Enron a été mis sous la protection du chapitre 11, il pouvait se mettre hors d'atteinte de ses créanciers. Le lecteur intéressé pourra se référer à Blazy (2000).

4 Les problèmes de conflits d'intérêts ont depuis longtemps été l'objet de vifs débats au sein de la littérature financière (Jensen et Meck-

ling, 1976). Ces auteurs donnent une illustration à ce problème au travers de la dette. La dette peut générer un type de conflit entre les actionnaires et les gestionnaires, dont les intérêts sont réunis pour la circonstance, et les créanciers. Les conflits viennent de ce que les premiers peuvent détourner une partie de la substance de l'entreprise aux dépens des créanciers et retirer des avantages supplémentaires par rapport à ce que les seconds estimaient a priori. En définitive, la structure optimale du capital résulte, selon Jensen et Meckling (1976) d'un compromis entre les coûts d'agence et les bénéfices liés à l'utilisation de la dette.