



Jean-Aymon Massie

Président de l'Association Française de
Gouvernement d'Entreprise

**«Nous atteindrons au premier
trimestre 2008 le point de paroxysme
de la crise financière»**

(Easybourse.com) Diriez vous que nous vivons actuellement une crise financière ?

Absolument. La crise que nous traversons est une véritable crise financière compte tenu des montants considérables de capitaux échangés sans régulation, en dehors des marchés réglementés. Plus de 100 000 milliards de dollars de dérivés de taux font l'objet de transactions sur le marché de gré à gré OTC.

Comment expliquez vous l'apparition de cette crise ?

Cette crise est un non sens, elle est due aux excès de l'ingénierie financière. La création de produits financiers toujours plus sophistiqués, visant à la recherche d'une performance meilleure sur le court terme, a conduit à prendre davantage de risques sans contrôle adéquat.

Cette crise avait été annoncée par deux signaux d'alerte importants. Le 1er signal est le naufrage du hedge fund Amaranth en septembre 2006. Des goldenboys, ayant pratiqué avec succès des opérations de marché sur des actions, des obligations, des parités de change, se sont mis à jouer sur la hausse ou sur la baisse des prix du gaz et de l'électricité. Ces professionnels n'étaient pas des spécialistes de ce trading. Ils ont commis des erreurs, et la catastrophe s'est produite en conséquence.

Ensuite un deuxième signal a été donné au cours du 1er semestre 2007 par la défaillance de plusieurs fonds spéculatifs, qui se sont très endettés en investissant massivement dans des produits financiers complexes adossés à des crédits hypothécaires américains à risque élevé, les fameux subprime mortgages.

Selon vous qui sont les responsables de cette crise ?

Les grandes banques et les agences de notation.

Les grandes banques ont une responsabilité importante car elles ont initié cette ingénierie financière de plus en plus audacieuse à travers leurs propres filiales, Hedge funds et Private Equity. Le souci de ces banques était, par la titrisation de ces créances douteuses, de diffuser le risque afin d'éviter qu'il ne soit porté que par quelques acteurs. Mais la dispersion du risque rend celui-ci très difficile à maîtriser. Elles ne savent plus apparemment où se trouve le risque, ni qui assume le risque en bout de chaîne.

C'est ce mécanisme qui a conduit à une crise financière, puis à une crise de confiance, qui ont particulièrement affecté le secteur bancaire. Les banques sont réticentes aujourd'hui à consentir

des prêts interbancaires de crainte que la banque débitrice ne se retrouve en difficulté financière. Nous entrons dans une phase de crise importante de liquidités, une nouvelle aberration.

Pour vous, la crise pourrait atteindre son paroxysme à la fin du premier trimestre 2008, lorsque les entreprises présenteront leurs comptes 2007 ?

En effet, je pense que dès octobre 2007 les sociétés financières, banques, groupes d'investisseurs institutionnels, et des émetteurs vont devoir communiquer par le biais de « profit warning » sur les difficultés qu'ils s'attendent à rencontrer à la fin de l'année. Comme ce fut le cas pour la banque suisse UBS, qui a fait montre de courage et de réelle transparence. Or les actionnaires et les épargnants attendent des banques qu'elles fassent preuve rapidement d'une exceptionnelle transparence, si elles veulent retrouver leur confiance. Elles se doivent d'être exemplaires, car n'ont-elles pas inspiré nos codes de bonne gouvernance (Vienot, Bouton, Lippens) ?

Dans le prolongement de ces « profit warning », ces sociétés présenteront au marché les comptes de l'exercice 2007 à la fin du premier trimestre 2008, avant les assemblées générales d'actionnaires ; elles devront alors faire l'inventaire exact des sinistres et l'évaluation sincère des dégâts. Dans ce contexte, la communication financière sera rendu très difficile, associée au risque de réputation.

Je redoute que les répercussions soient importantes sur le marché. Nous atteindrons, à ce moment là, le point de paroxysme.

Par suite la tension redescendra. Les grandes institutions réagiront et mettront en place des réformes, permettant de réguler ces nouveaux marchés de gré à gré, de contrôler l'ingénierie financière et ses acteurs, de préserver la traçabilité des capitaux levés, de mieux identifier les risques et les responsabilités. Il faudra s'attendre, après la période de sauvetage, à une reprise de la consolidation du secteur bancaire dans des pays, comme l'Allemagne, où plusieurs petites banques régionales se sont lancées dans une ingénierie financière audacieuse pour améliorer leur rentabilité court terme sans mesurer les risques pris en contrepartie, au mépris de leur responsabilité fiduciaire.

Ne craignez-vous pas que les déclarations minimisent les dégâts ?

Ce sera aux régulateurs nationaux de veiller à la conformité de ces déclarations. La loi américaine Sarbanes Oxley tout comme la loi française de Sécurité Financière ont introduit des obligations précises et prévu des sanctions .

Qu'en est il de la responsabilité des agences de notation ?

Les agences de notation n'ont pas eu, à mon sens, un comportement totalement indépendant vis-à-vis des fournisseurs des produits qu'elles avaient à noter. Il y a eu un réel conflit d'intérêts. Qui plus est les agences n'ont pas été suffisamment rigoureuses dans leurs analyses. Par conséquent, les notations délivrées ne reflétaient pas le degré de risque. Nous nous sommes retrouvés avec des créances douteuses très bien notées, qui maintenant sont probablement détenues en partie par des caisses de retraite totalement abusées.

Il est important de réglementer le statut et le rôle des agences de notation pour préserver leur indépendance, et faire en sorte qu'elles respectent un code éthique.

Si le scandale Enron-Andersen a entraîné la séparation obligatoire des fonctions audit et conseil, de même l'affaire des « subprime » devrait provoquer le détachement des agences de notation des établissements financiers qui les contrôlent.

Leur évaluation est déterminante pour la confiance des investisseurs dans les produits qui leur sont proposés.

Il faut absolument définir le rôle exact de ces agences dans la cartographie des risques particulièrement leur responsabilité dans l'appréciation des produits financiers par lesquels sont transférés des risques de crédit.

Une fonction d'alerte efficace doit leur être attribuée en particulier lorsqu'il y a une large dispersion des risques.

Quelles pourraient être selon vous les conséquences de cette crise ?

Même si elle apparaît masquée aujourd'hui, je pense que cette crise n'est pas sans conséquence sur l'économie réelle en terme de diminution de la croissance, de l'investissement et de la création d'emplois.

En outre, je redoute que rapidement un certain nombre de « securities class actions » soient engagées en Europe en réparation des préjudices subis par les épargnants et les actionnaires, à la suite des imprudences et des dysfonctionnements du secteur bancaire. Ces actions collectives pourraient obliger ces établissements à assumer les risques pris et à reconnaître leur responsabilité.

La responsabilité fiduciaire ne se délègue pas, elle doit s'assumer. De même celle du Régulateur, lorsque il y a appel public à l'épargne, est de veiller à préserver les intérêts des épargnants, des assurés et des actionnaires.

Vous organisez le 12 octobre un colloque sur « Les difficultés rencontrées lors du dialogue entre émetteurs et actionnaires ». Pour quelle raison avez-vous choisi cette thématique ?

Ce colloque s'inscrit dans la logique du travail de l'Association depuis quatre ans. Les difficultés entre actionnaires et entreprises sont devenues plus nombreuses.

Une première difficulté concerne l'identification des actionnaires par les émetteurs. La pratique du « prêt de titres » empêche cette identification, qui permettrait un dialogue clair et confiant. Les investisseurs institutionnels, les fonds de pension sont sollicités pour confier leurs titres à des fonds de type LBO pour effectuer des opérations à effet de levier sur une entreprise cible. Des titres sont donc empruntés pendant une certaine période, avec le bénéfice des dividendes et des droits de vote attachés à ces actions, pour permettre le cas échéant une prise de contrôle de l'entreprise avec un faible apport en capital.

Je souhaite une régulation du « prêt de titres ». Il est indispensable que l'émetteur puisse savoir, au moment de l'assemblée générale, qui détient les actions. Si ce n'est plus le fonds de pension, ce dernier devrait informer l'émetteur du prêt consenti, particulièrement lorsque les bénéficiaires sont des fonds activistes.

Une seconde difficulté concerne l'approbation sollicitée auprès des actionnaires, depuis peu, d'une résolution proposant l'attribution au président et au DG d'une retraite sur-complémentaire à prestation définie (retraite réservée aux cadres dirigeants).

Il faudrait justifier cette disposition et en discuter dans le cadre du comité de rémunération du conseil d'administration. En outre des explications doivent être données aux actionnaires ; cette résolution doit être assortie d'une convention règlementée.

Au-delà de la transparence et de la responsabilité du comité de rémunération, les actionnaires veulent être en mesure d'apprécier l'adéquation entre l'importance de la prestation et la performance des dirigeants. Si une société se retrouve en grande difficulté, par suite d'erreurs de stratégie, de fautes de gestion, ou de délits d'initiés, demander aux actionnaires de voter ce type de prestation serait mal venu ; ce serait une grave erreur du conseil d'administration, qui serait sanctionnée par le marché tôt ou tard.

Propos recueillis par Imen Hazgui