

PARMALAT : UN CAS ISOLÉ OU BIEN « COSÌ FAN TUTTE ? »

CARLO SCARPA*

L'écroulement de Parmalat a été, en Italie, un vrai coup de tonnerre. Un marché financier encore en cours de consolidation a été le théâtre d'un des scandales financiers parmi les plus importants du monde. Ce qui a le plus marqué les esprits est le fait que l'acteur principal de cette histoire est l'une des entreprises que beaucoup avaient montrée en exemple. Il s'agissait d'une petite entreprise, intervenant dans un secteur traditionnel, qui avait grandi jusqu'à atteindre le niveau international, à l'aide d'une stratégie courageuse ; l'une des rares entreprises « provinciales » qui avait eu le courage d'entrer en Bourse, s'exposant ainsi (du moins c'est ce qu'on disait) aux obligations de transparence qui caractérisent ce marché par rapport à ce qui se passe hors Bourse.

Avec le recul, l'histoire Parmalat peut être analysée sous un angle très différent et plutôt amer. Il s'agissait

d'un groupe d'entreprises, dont les ambitions dépassaient les moyens, qui a commis une série d'erreurs, dont certaines criantes, dans la pénétration des marchés mondiaux ; un groupe qui s'était efforcé de dissimuler ces erreurs au moyen d'une « comptabilité créative » qui n'a pas tardé à se transformer en l'une des fraudes les plus colossales dont on ait gardé le souvenir. L'accès aux marchés financiers internationaux a été un moyen de « relancer » la donne en faisant confiance à la réputation des grandes banques qui ont servi de couverture (peut-être sans le savoir, peut-être avec une complicité explicite - il n'y a que la magistrature qui pourra lever les doutes existant en la matière).

C'est une histoire amère à propos de laquelle on doit se poser une série de questions d'une importance fondamentale. La première question est de savoir si la situation de faillite de Parmalat pouvait être décelée avant

* Directeur du Département des sciences économiques à l'université de Brescia (Italie).

Così fan tutte signifie : c'est la règle.

qu'il ne soit trop tard. Ceci met en cause de multiples responsabilités : analystes, banques, organismes de contrôle, presse, société civile. La deuxième question est de savoir si la communauté financière internationale peut tirer des enseignements importants de cette histoire ; autrement dit, quels mécanismes faut-il instituer pour protéger l'épargnant et rétablir la confiance dans les marchés financiers. Et la troisième question est de savoir si l'Italie a appris quelque chose de cet événement, et si des changements sont en cours dans le système financier du pays.

Procédons par ordre.

POUVAIT-ON LE PRÉVOIR ?

Jusqu'à fin 2003 (quand le scandale a éclaté), la communauté financière ne semblait pas croire à l'imminence d'une crise financière chez Parmalat. Jusqu'au mois de décembre, l'entreprise jouissait d'une notation officielle de Standard and Poors (S&P) du niveau BBB qui, d'après S&P, correspond à une probabilité de défaillance égale à 0,43 % sur une année et de 1,36 % sur 2 ans. De même, les taux d'intérêt du marché (*spreads*) sur les obligations Parmalat n'ont augmenté qu'au mois de novembre 2003, lorsque les premiers doutes sur le fonds Epicurum ont commencé à se manifester.

Pourtant, les signes annonciateurs ne manquaient pas. Au cours de cette période, la capitalisation boursière du capital en actions de la société présentait des valeurs comprises entre 1,6

et 2,4 milliards d'euros, et faisait apparaître une disponibilité liquide de 4,2 milliards d'euros (contre 6 milliards d'euros d'endettement financier). En d'autres termes, le capital en actions n'avait une valeur positive que dans la mesure où il existait, en contrepartie, des disponibilités liquides ; ce qui représente en soi un premier paradoxe.

Un deuxième aspect « étrange » était le suivant. Pourquoi, diable, une société ayant des disponibilités liquides de loin supérieures aux besoins physiologiques de souplesse financière d'une multinationale telle que Parmalat continuait, au cours des années, à maintenir des niveaux d'endettement tellement élevés que l'activité de l'entreprise ne parvenait plus à les supporter ? Pourquoi la plus grande partie de cette liquidité était-elle « parquée » dans une société des Îles Caïmans, pays où les contrôles s'avéraient excessivement difficiles ? La société n'avait jamais donné de réponse convaincante en la matière ; une réponse qu'il n'était pas possible de déduire non plus de la logique économique et financière habituelle.

Ce scénario était absolument incohérent. Si cette liquidité était réellement disponible, il n'y avait aucune raison de continuer à financer une société qui disposait de ressources inutilisées au-delà de ce qu'il lui fallait. Si, en revanche, cette liquidité n'était pas « disponible », il semblait logique qu'elle soit nécessaire, peu importe le motif, à la gestion de l'entreprise. Mais dans ce cas, il est difficile de comprendre les raisons pour lesquelles on a continué à accorder des crédits (ou à faire confiance) à

une société dont la valeur globale ne couvrait plus depuis longtemps celle de l'endettement.

Il est probablement vrai que, sur la base des informations disponibles, il était impossible d'imaginer une situation aussi déficitaire que celle apparue par la suite. Toutefois, des signaux assez clairs sur l'état de santé de l'entreprise apparaissaient depuis longtemps. Malheureusement, ils ont été ignorés ou n'ont pas été correctement évalués par l'ensemble de la communauté financière internationale.

Les analystes financiers ont grossièrement sous-estimé la situation de risques, parfois par superficialité, et parfois peut-être (les magistrats le diront) à des fins frauduleuses.

Il faudrait probablement revoir certains aspects qui sont à la base des processus d'analyse et de contrôle du risque financier, et réfléchir davantage aux dangers que présentent certains mécanismes de fonctionnement des marchés financiers qui tendent souvent à adopter des comportements d'émulation. Si tout le monde se porte acheteur d'une valeur donnée (par exemple, Parmalat) et que cette valeur baisse, on ne peut pas reprocher à quelqu'un de ne pas avoir prévu ce que personne d'autre n'avait prévu. Alors que si la valeur (risquée) se porte bien, celui qui n'en aurait pas acheté se serait trouvé en dessous du point de référence (*benchmark*)... Dans un certain sens, la crise Parmalat rappelle celle des marchés financiers de l'Europe Orientale d'il y a quelques années. Si tout le monde commet la même erreur, personne ne peut être considéré comme réellement responsable.

UNE « CORPORATE GOVERNANCE » BONNE À JETER ?

Le krach Parmalat a éclaboussé pratiquement tous les contrôleurs internes : commissaires aux comptes, réviseurs, administrateurs « indépendants » chargé de protéger les investisseurs extérieurs. Par-delà les aspects pénaux qui concernent les individus, il est clair que quelque chose d'énorme n'a pas fonctionné comme cela aurait dû.

En Italie, dans le but de protéger les investisseurs extérieurs, notamment les petits actionnaires, il est possible de nommer des administrateurs indépendants qui ne soient pas liés (dans un sens qui reste à définir) à l'actionnaire majoritaire. L'aspect paradoxal réside dans le fait que ces administrateurs sont nommés précisément par l'actionnaire majoritaire. Cette fiction est trop manifeste pour représenter ne serait-ce qu'un paravent doté d'un peu de crédibilité.

À côté des administrateurs, nous avons les commissaires aux comptes dont la mission est de contrôler la légitimité des actes de l'entreprise et de garantir les dividendes des petits actionnaires par rapport à ces actes. Mais qui nomme les commissaires aux comptes ? Les actionnaires (et plus particulièrement, l'actionnaire majoritaire). Une fois encore, nous sommes devant le cas du « contrôlé » qui nomme son contrôleur. Et le contrôleur sait bien que la reconduction de son mandat dépend de l'agrément de l'actionnaire majoritaire. Et (quel hasard) d'après ce qu'il ressort des investigations,

spendant 10 ans, les contrôleurs ne se sont pas aperçus que les bilans étaient grossièrement falsifiés : par exemple, selon le rapport de la Garde des finances (police fiscale), rien qu'en 2003, Parmalat aurait déclaré 2,5 milliards d'euros de fausses recettes.

Enfin, nous avons les réviseurs des bilans pour lesquels le raisonnement est plus complexe, quoique foncièrement identique, dans le sens où les réviseurs sont nommés (et confirmés) par la société. Dans leur cas, nous avons, par ailleurs, deux mécanismes supplémentaires.

Le premier qui est en réalité général, mais qui devrait s'appliquer surtout à ceux qui disposent d'une marque reconnue, est le mécanisme de la réputation ; cependant, que veut dire réputation ? et par rapport à qui ?

Ce qui intéresse les réviseurs, c'est de sauvegarder leur réputation, en premier lieu vis-à-vis des sociétés ; mais vis-à-vis de ces sociétés, avoir une « bonne » réputation équivaut-il à faire preuve de rigueur ou de compréhension ? Ces sociétés de révision ont intérêt à se conduire correctement uniquement si une carence éventuelle de leur part risque d'être si évidente que le fait de leur confier un mandat équivaut à dire au marché : « nous avons quelque chose à dissimuler ». Tout dépend, en substance, de la probabilité d'être découvert (malheureusement, elle est très faible) et de la réaction du marché. Pour cela, il faudrait un marché qui considère ce comportement de manière réellement négative. Si la conviction dominante est celle de Mozart et que de toute façon *così fan tutte* (c'est la règle), le mécanisme de la réputation n'a plus aucune efficacité.

Le deuxième mécanisme qui joue dans le cas des sociétés de révision est celui de la rotation : la durée de leur mandat est de 3 ans, et le mandat ne peut être renouvelé que deux fois. Cette clause aussi peut être tournée : le réviseur change de société (de sorte que la rotation porte sur le sigle, non sur les personnes), ou les problèmes financiers sont déplacés d'une entreprise à une autre opportunément située dans l'un des marchés les moins réglementés où les « anciens » réviseurs peuvent parfaitement réapparaître.

L'échec est total. Ou bien nous avons le courage de dire que les contrôleurs ne peuvent pas être nommés par les « contrôlés », ou alors il nous faut admettre que cette chaîne de contrôles si complexe n'est, tout au plus, qu'une formalité.

LA RESPONSABILITÉ DES BANQUES

Malheureusement, le contrôle de la part des bailleurs de fonds n'a pas fonctionné non plus. Certaines banques ont de lourdes responsabilités. Nous ne faisons pas allusion nécessairement à des responsabilités pénales, qui font par ailleurs l'objet d'investigations, mais à des implications à deux niveaux au moins.

Un premier niveau d'implication concerne le rapport avec les petits investisseurs qui souvent (semble-t-il) ont été incités à acheter des obligations (à risque) en croyant acheter quelque chose qui s'apparentait à des obligations du Trésor. Les épargnants italiens étaient encore échaudés par le

scandale Cirio, pour lequel les banques ont été lourdement soupçonnées de décharger sur leur client des *junk bonds* qu'elles avaient en caisse. Sur cet aspect de l'affaire Parmalat, en réalité, il appartiendra à la justice de faire toute la lumière, mais les reproches des petits investisseurs (dont 80 000 se sont portés partie civile dans le procès) sont extrêmement vifs.

Une chose paraît tout de même établie : certaines (sont-elles nombreuses ?) banques internationales étaient au courant de la déconfiture et se sont tues, en poursuivant imperturbablement leurs activités. Il ressort des investigations de la Garde des finances, que certaines banques étrangères percevaient de Parmalat des intérêts annuels de l'ordre de 18 % ; s'il s'était agi de prêts contractés sur le marché italien, on aurait parlé d'usure (en Italie, c'est un délit pénal). Il est difficile de penser que des taux de cette importance aient pu être associés à une évaluation normale de la situation de l'entreprise. Donc, beaucoup de banques « savaient ».

Un deuxième niveau d'implication (au sujet duquel les indications déjà ressorties de l'enquête sont assez claires) tendrait à désigner les banques comme les artisans de ce château de sociétés prête-noms et coquilles vides qui a aidé Parmalat à dissimuler les pertes par des dettes, et les dettes d'hier par de nouvelles dettes d'une importance croissante et de plus en plus chères.

Dans cette histoire, nous n'avons pas que des banques italiennes ; et cela nous amène à ouvrir un autre chapitre important, peut-être le principal. Nous devons, en effet, souligner énergique-

ment que le cas Parmalat n'est un cas italien qu'à l'origine. Au cours de son développement, il est rapidement devenu un cas aussi américain et, par conséquent, international. Ce n'est pas par hasard que les banques italiennes n'avaient, dans l'ensemble, à leur charge qu'un tiers seulement de l'encours débiteur total du groupe Parmalat, et n'avaient en portefeuille que moins de 2 % des obligations émises ; il en va de même pour les fonds communs d'investissement italiens. Ceci est dû au fait que le placement se faisait principalement sur les marchés internationaux où il était assuré par de grandes institutions financières chargées des émissions, qui ont souvent utilisé leur réputation pour placer ces obligations auprès du public. Les banques d'affaires qui ont travaillé aux côtés de Parmalat sont les mêmes banques qui se sont illustrées à l'occasion du scandale Enron et d'autres scandales encore. Les sociétés de révision impliquées sont de grandes sociétés internationales (par le biais de leurs filiales italiennes, mais pas uniquement). Les noms des sociétés sont bien connus et impliquent, de manière pour le moins embarrassante, une partie significative du gotha de la finance internationale.

Au cours des années 1990, Parmalat a reçu de la part des banques des fonds à hauteur de 4 milliards d'euros et a payé aux banques plus de 5 milliards d'euros d'agios et de commissions pour le placement des obligations. Cela prouve bien, une fois de plus, la déchéance morale totale de certains (sont-ils nombreux ?) de ceux qui étaient autrefois les contrôleurs et les garants des grands flux financiers mondiaux et qui ne sont plus,

aujourd'hui, que les managers de celles qui ont été justement désignées comme des banques affamées de commissions (*commission hungry banks*).

LE SYSTÈME DES CONTRÔLES EXTÉRIEURS

Le contrôle interne n'a pas fonctionné. Les banques n'ont pas rempli leur fonction, et certaines d'entre elles ont même contribué à ce krach. Pouvons-nous blanchir au moins les organismes de contrôle des marchés ?

Ainsi que nous l'avons vu pour le système des contrôles internes, dans ce cas aussi, nous devons souligner le fait que certaines faiblesses de l'appareil institutionnel se conjuguent avec celles d'individus qui se sont avérés incapables de jouer le rôle fondamental qui était le leur.

En ce qui concerne l'appareil institutionnel, le partage des responsabilités entre la Banca d'Italia et la Consob (l'organisme italien de régulation de la Bourse) a comporté, *a priori*, une déresponsabilisation apparente des deux institutions et, *a posteriori*, un renvoi de balle tout à fait pénible.

La Banca d'Italia devait, en réalité, s'occuper de la stabilité des institutions financières nationales et, sous cet angle, comme nous l'avons dit, il n'y a pas eu réellement de problème. Cette histoire met en évidence, par ailleurs, que l'instrument aux mains des autorités de contrôle, la Centrale des risques, est tout à fait insuffisant. Cette banque de données réunit en effet des informations sur les seules

créances accordées par les banques italiennes et ne contient aucune information sur le crédit accordé par des banques étrangères (à moins que ces crédits n'aient été accordés que par l'intermédiaire de la filiale italienne éventuelle de la banque) ; de plus, cette banque de données ne contient aucune information sur les obligations émises et sur les dettes commerciales. Bien que des systèmes de détermination des risques analogues à celui de la Banca d'Italia existent dans d'autres pays européens tels que l'Allemagne, la France, la Belgique, l'Autriche, l'Espagne et le Portugal, et que des institutions analogues sont nombreuses également dans le reste du monde, ces structures ont typiquement une dimension nationale qui ne permet pas la centralisation des positions débitrices au niveau supranational.

Il s'ensuit que la Centrale des risques ne permettait de visibilité que sur les seuls 3,1 milliards d'euros de crédits accordés par des banques italiennes à Parmalat ; c'est-à-dire 20 % environ de son endettement total réel¹. La nécessité d'un contrôle supranational, ou, tout au moins, d'un échange d'informations beaucoup plus systématique, est évidente. Le problème réside dans le fait qu'il sera bien difficile de frapper les sociétés *offshore* qui continueront à présenter des situations d'une grande opacité. Mais si l'on reconnaît que les sociétés dans ces pays servent à frauder le fisc et à contourner la réglementation sur l'information sociétaire, pourquoi continuons-nous à tolérer la présence en Bourse de groupes financiers qui comportent des sociétés de ce type ? Pour quel motif continuons-nous à certifier la fiabilité d'informa-

tions données par des groupes au sein desquels il y a, en réalité, des sociétés tellement opaques qu'on peut y cacher n'importe quoi ?

Mais, en considérant aussi les instruments à sa disposition, le deuxième organisme, la Consob, qui aurait dû exercer la surveillance du marché et qui avait notamment la responsabilité de la transparence des informations, a d'énormes responsabilités.

Cependant, la Consob a bien travaillé par le passé pour tout ce qui concerne le développement du marché boursier italien, mais elle a toujours gardé un profil trop bas en ce qui concerne l'activité de surveillance ; et il se peut que sa popularité tienne précisément au fait qu'elle ne dérange pas tant que cela les pouvoirs consolidés de ce pays. Que l'on songe, par exemple, au fait que la Consob n'a jamais demandé à la Banca d'Italia d'accéder aux données de la Centrale des risques, instrument comme nous l'avons vu, insuffisant, mais précieux dans de nombreux cas. Malheureusement, en tant que « vigile », la Consob a toujours estimé que son rôle était un peu plus qu'un rôle d'enregistrement en ignorant souvent la substance du problème, dès lors que la moindre excuse formelle permettait de le faire. Au lieu d'être l'avocat des investisseurs (*investors advocate*), la Consob a, pendant longtemps, préféré se situer au-dessus des parties comme Ponce Pilate. De même, elle a la responsabilité de surveiller les réviseurs, activité qu'elle effectue uniquement après que des irrégularités lui ont été signalées. Il n'y a aucun contrôle systématique, ni aléatoire, sauf si le problème s'est déclaré.

Un certain nombre d'observateurs savaient depuis longtemps que Parmalat ne jouissait pas d'une bonne santé, peut-être sans imaginer les proportions du désastre. Qu'a fait la Consob pour alerter les épargnants ou pour au moins constater la réalité de ses soupçons ? Rien du tout. On chercherait inutilement des mesures ou des informations de demandes publiques de contrôle de la part de la Consob sur Parmalat ou sur ses réviseurs.

LA PRESSE ET LA SOCIÉTÉ CIVILE

L'information italienne et ses liens étroits avec l'industrie ont également contribué à ce résultat. Que l'on songe au cas extrême du journal local de la ville de Parmalat, la *Gazzetta di Parma*, quotidien très lu localement (50 000 exemplaires par jour) : vers mi-décembre 2003, les premières pages des quotidiens nationaux étaient consacrées à Parmalat, tandis que la *Gazzetta di Parma* gardait le silence. Ce n'est pas un hasard. Ce quotidien est contrôlé par l'Union locale des industriels qui a décidé de couvrir Parmalat aussi longtemps qu'il a été possible de le faire (et même au-delà...).

On pourrait malheureusement dire des choses similaires en ce qui concerne la propriété de tout le système d'information national où les éditeurs « propres », c'est-à-dire ceux qui ne sont pas liés à des groupes industriels, sont rarissimes. Il faut rappeler, par exemple, que le principal quotidien économique italien, *Il Sole 24 Ore*, appartient à Confindustria,

l'association nationale des entrepreneurs. Bien que ce quotidien demeure pour de nombreux aspects une source tout à fait digne de foi, la situation est objectivement gênante.

Cependant, en Italie, quelqu'un avait donné l'alerte depuis longtemps. En 1994, un journaliste de l'hebdomadaire *Il Mondo* avait formulé des questions sur des opérations financières de Parmalat qui paraissaient peu claires et qui, par la suite, se sont effectivement révélées incorrectes. Mais après quelques jours, on ne parlait plus de cette question. De même, un gestionnaire de fonds italiens s'était refusé à acheter des obligations Parmalat dès 1990, en dénonçant le manque de clarté des communications de la société. Mais personne ne s'y est intéressé, même pas la Consob.

Peut-être qu'en Italie, il va de soi que les communications des sociétés « ne peuvent » pas être très claires, si l'on veut garantir les intérêts de l'entreprise. Il est évident que de cette façon, on confond l'intérêt de l'entreprise avec l'intérêt de celui qui en possède la majorité, et que l'on oublie l'intérêt public du marché sur la clarté des produits financiers présentés sur le marché. C'est la mentalité de ceux qui connaissent la petite entreprise familiale, mais ne connaissent pas l'entreprise cotée, et ne savent pas saisir la différence entre la première et la seconde. Ou encore, la mentalité de ceux qui pensent qu'au fond, le fait d'avoir peu de clarté dans le bilan est le seul moyen d'économiser le paiement de quelques impôts (l'une des obsessions typiques de l'Italien moyen).

La transparence n'a jamais été très à la mode en Italie, et que la réaction qui

s'est produite après le cas Parmalat (et d'autres scandales financiers récents qui ont frappé des milliers d'épargnants italiens, tel que le scandale Cirio ou celui des obligations argentines qui étaient souvent vendues en Italie sans que personne ne se soucie d'en souligner le risque) pourra peut-être changer quelque chose. Peut-on l'espérer ? Nous allons voir.

LA RÉACTION ET LES PROPOSITIONS DE RÉFORME

Comme cela se produit après chaque scandale, les autocertifications de virginité de la part des banques, des contrôleurs distraits et les propositions de réforme se sont multipliées. Le cas le plus amusant est celui du président de la Confindustria, Antonio d'Amato, qui a réclamé une plus grande transparence dans les bilans des entreprises. Or, en 2001, le Parlement italien a pour l'essentiel dépénalisé la falsification des bilans, mais il ne semble pas qu'alors la Confindustria se soit plainte de cette mesure...

La réaction du monde politique a été rapide et efficace, en ce qui concerne le sauvetage de l'entreprise. Au moyen d'un décret d'urgence du ministre Antonio Marzano, la procédure d'administration contrôlée a été accélérée permettant ainsi une plus grande rapidité dans la distinction entre une situation catastrophique du point de vue financier et une situation raisonnable du point de vue industriel. On a sauvé ce qui pouvait l'être dans l'intérêt des travailleurs et du capital,

mais pas dans l'intérêt des petits actionnaires dont le capital se trouvait compromis et sans espoir.

Concernant la manière de protéger l'épargne, le projet de loi que le gouvernement a présenté au Parlement au printemps 2004 ne contenait que peu de nouveautés intéressantes. En premier lieu, en reconnaissant la relation entre les trop nombreuses autorités qui empiètent sur le secteur financier (outre la Banca d'Italia et la Consob, également Isvap pour le secteur des assurances, Covip pour les fonds de pension, sans oublier l'Autorité antitrust pour certains aspects de sauvegarde de la concurrence), on s'efforçait de mettre un peu d'ordre, mais de manière toujours très timide. On passerait d'une relation par entité à une régulation par finalité (du moins, en principe).

Hélas, dans la pratique, il n'était pas prévu d'éliminer quelques-unes de ces autorités, même si le déplacement de toutes les compétences sur la transparence vers la Consob constituait un facteur positif. En outre, ce qui est pire, le projet de loi ne contenait aucune innovation significative sur les contrôles internes (commissaires aux comptes et réviseurs).

En revanche, l'accent était mis lourdement sur l'augmentation des peines pour les fraudes (doublement, triplement) et sur l'introduction d'un nouveau délit (de « préjudice grave à l'épargne nationale ») qui paraissait, par ailleurs, très difficile à vérifier et dont la constitutionnalité était douteuse. En réalité, le problème n'est pas l'alourdissement des peines, mais la probabilité de se faire prendre ; ce qui, malheureusement, reste très faible à défaut d'interventions décisives. Dans ce sens,

même la loi Sarbanes-Oxley, qui a fait suite au krach d'Enron, n'était pas meilleure. Si la situation ne semble pas radicalement changée aux États-Unis, en Italie, même si la proposition est approuvée par le Parlement, la réforme paraît encore plus marginale.

En tout cas, fin 2004, une fois passée l'attention de « la Une » des journaux, aucune mesure n'avait encore été approuvée. De temps en temps, on entend parler d'une loi pour la protection de l'épargne sans que les délais d'approbation soient précisés et avec des positions fluctuantes dans un sens, puis dans l'autre. Le Parlement n'a pas encore fait savoir si cette réforme sera effectivement introduite, quelles en seront les caractéristiques, et quand.

Il semblerait de toute façon que les principaux problèmes soient simplement éludés. Les contrôles (*corporate governance*) demeureront ceux d'aujourd'hui. Les conflits d'intérêts à l'intérieur des sociétés, qui effectuent les révisions des bilans et, en même temps, une activité de conseil, demeurent. Les conflits d'intérêts à l'intérieur des banques, qui, d'un côté, conseillent les entreprises et, de l'autre, veulent placer des titres qui lui rapportent de substantielles commissions et qui devraient enfin être garantis vis-à-vis des consommateurs, demeureront les mêmes. Le délit de falsification des bilans reste toujours assujéti à la réglementation (très tolérante) approuvée en 2001, qui le considère plus comme une faute comptable que comme un fait justiciable du pénal.

Mis à part l'inertie du monde politique, quels sont les enseignements que

l'on peut tirer de l'affaire Parmalat pour l'Italie, et pas seulement pour l'Italie ?

Devant des situations de ce type, il est facile de poser la question dans les termes : « faut-il davantage de marché ou davantage de contrôles publics ? » La réponse évidente serait : « il faut les deux, mais mieux ». Malheureusement, les institutions publiques sont, de toute façon, animées par les hommes politiques et par les fonctionnaires que nous avons dans ce pays. Et sur le marché, on trouve de toute façon les entrepreneurs que nous avons. Il s'ensuit qu'étant donné le mode opératoire du secteur public italien, et étant donné la classe d'entrepreneurs que nous avons, la réponse doit s'articuler aussi bien au niveau national que par rapport au système financier international.

L'Italie a toujours été un système « banco-centrique » basé sur les banques qui ont été traditionnellement et lourdement influencées par les autorités publiques et par les pouvoirs publics. Ce système a échoué. Et dans ce cas, il faut peut-être justement davantage de marché mais dans un sens authentique. Il faut que le capital public sorte des dernières banques où il se trouve encore. Il faut une ouverture des banques italiennes à la concurrence dans un « marché des entreprises » ; c'est-à-dire la concurrence entre actionnaires pour la propriété des banques. Dans ce domaine, le rôle de la Banca d'Italia, qui a toujours défendu les banques italiennes contre toute tentative d'escalade sous le prétexte de sauvegarder la concurrence (le contrôle des fusions), a été certainement négatif. Le fait d'attribuer enfin à l'autorité anti-trust la compétence sur la concurrence dans le secteur bancaire (qui relève

encore de la Banca d'Italia) serait un pas dans la bonne direction.

Les mécanismes de gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) doivent être renforcés, en ajoutant au moins à la loi sur les sociétés les éléments essentiels du Code de la Bourse (par exemple, les éléments relatifs au rôle des administrateurs indépendants et ceux qui concernent la séparation entre administrateurs et managers, éléments pratiquement déjà acceptés par la majorité des sociétés cotées - à l'exception de Parmalat).

Mais il faut aller plus loin. Si les commissaires aux comptes et les réviseurs ont un rôle public de sauvegarde du marché et des actionnaires minoritaires, ils ne peuvent pas être nommés par les actionnaires majoritaires. Et je crains que cela ne soit un point faible de la gouvernance des entreprises du monde entier.

Au niveau international, le système de contrôle est de toute évidence défaillant. Si les banques de données existantes n'ont qu'une couverture nationale et si nous insistons, à juste titre, sur les bénéfices potentiels d'un marché global des capitaux, nous devons également garantir le développement dans ce marché de structures de contrôle appropriées. Il faudra probablement partir de l'Union européenne en se demandant quelle est aujourd'hui la valeur d'une surveillance de la stabilité du système financier laissée aux banques centrales nationales et non confiée à des organismes ayant une portée européenne. La création de ces organismes ne serait pas suffisante, mais représenterait au moins un pas dans la bonne direction.

En ce qui concerne les banques, ce

sont les grands groupes internationaux qui sont pointés du doigt, car ils semblent plus intéressés par leurs commissions plutôt que d'assurer le rôle qui leur est traditionnellement dévolu. Si la maximisation du profit légitime évoluait vers l'adoption généralisée d'une optique de court terme et si les banques refusaient leur responsabilité en matière de contrôle de fond de l'aptitude au crédit des entreprises (*credit worthiness*), la finance internationale se trouverait au bord de l'abîme. Il faut réaffirmer énergiquement que le rôle fiduciaire des banques ou des institutions qui se chargent des émissions obligataires ne peut être réduit en aucune façon, mais que cela implique une grande responsabilité. Et que si cette responsabilité n'est pas remplie, la sanction doit être très, très sévère.

Enfin, en ce qui concerne les grands groupes industriels et financiers, la tolérance par rapport aux sociétés *offshore* est simplement incompréhensible, si l'on fait abstraction du pouvoir des lobbies en quête de paradis fiscaux. Nous devons avoir le courage de dire que le roi est nu ; c'est-à-dire que si une entreprise ouvre des succursales (*subsidiaries*) aux Îles Caïmans, ou d'autres lieux analogues, le seul motif plausible de cette opération est l'objectif de réduire la transparence que précisément exige le marché des actions. Et le marché des actions doit sanctionner ceux qui ont ces comportements-là. Accepter que cela soit considéré comme un comportement normal équivaut, au niveau international, à accepter la logique de *così fan tutte*. Le cas Parmalat, à lui tout seul, n'a peut-être pas été suffisant.

NOTE

1. Il convient de rappeler qu'en matière de bilans truqués, les chiffres sur l'ensemble de l'endettement sont, en réalité, encore en grande partie le fruit d'une estimation et peuvent même varier dans une mesure significative d'une source à l'autre.

