

COURTAGE

L'«enronite» n'est pas éradiquée, la faillite de Refco en est la preuve

La fraude boursière et comptable du courtier US en produits dérivés pose à nouveau la question du contrôle bilantaire. En quinze ans de temps, l'industrie financière a pourtant déjà connu douze crises majeures.

IL N'AURA DONC FALLU que sept jours pour que soit lancée la procédure de mise en faillite de Refco, le principal courtier indépendant US sur le marché des contrats à terme.

De mémoire d'analystes, il semble qu'il n'y ait pas d'autre cas où l'on ait été aussi vite en besogne. On se souvient que la rumeur avait couru pendant des semaines avant que la banque Drexel Burnham Lambert, le principal financier actif sur le marché des emprunts obligataires qualifiés de pourris («junk bonds») dans les années 80, ne mit finalement la clef sous la porte.

Entre ces deux affaires, distantes l'une de l'autre de quinze ans, on recense pas moins d'une douzaine de crises majeures au sein de l'industrie financière (voir tableau).

La plus significative est incontestablement celle du «hedge fund» (fonds de couverture) Long Term Capital Management (LTCM) qui perdit 4 milliards de dollars après le défaut de paiement de la Russie en 1998. Mais jamais, dans les douze scénarios évoqués, le couperet n'était tombé aussi vite. Est-ce à dire que l'épidémie d'«enronite», du nom du courtier en énergie Enron, qui s'est rendu tristement célèbre par ses fraudes comptables et le retentissant dépôt de bilan qui s'en suivit, est susceptible de reprendre comme en 2001-2002? Les analystes se veulent rassurants même si, il faut le reconnaî-

Les plus importants désastres dans l'industrie financière

Sociétés	Année	Raison du désastre
Refco	2005	430 millions de USD de dettes et créances douteuses
Allied Irish Banks	2002	Le courtier a perdu 691 millions de USD dans des transactions de changes
Plains All American	1999	Pertes de 160 millions de USD pour cause de transactions frauduleuses sur le pétrole
Long Term Capital Management	1998	Pertes de 4 milliards de USD après le défaut de la Russie
Peregrine Investments Holdings	1998	300 millions de dettes achetées à des entreprises non solvables
Sumitomo Corp.	1996	Pertes de 2,6 milliards de USD en raison de transactions frauduleuses sur le cuivre
Daiwa Bank	1995	Pertes de 1,1 milliard de USD
Barings	1995	Le trader Nick Leeson provoqua des pertes de 1,4 milliard de USD
Orange County	1994	1,7 milliard de USD de pertes
Kidder Peabody	1994	210 millions de USD de pertes
Metalgesellschaft	1993	Plus de 1,5 milliard de USD de pertes sur des futures sur pétrole
Drexel Burnham	1990	Banqueroute
Merrill Lynch	1987	Pertes de 377 millions de USD

Alors que depuis sa toute récente introduction en Bourse de début août le cours de Refco oscillait entre 25 et 30 dollars, il a quasiment perdu toute sa valeur en l'espace de seulement dix jours. Les investisseurs n'avaient donc pas vu le coup venir!

tre, on croyait que les Etats-Unis avaient pris les mesures nécessaires pour se prémunir contre les manipulations bilantaires et autres.

Refco n'est pas Enron

Concrètement, les observateurs justifient leur optimisme par le fait que les effets de la faillite de Refco devraient être beaucoup

plus limités que dans le cas d'Enron ou WorldCom. L'ampleur des malversations n'est effectivement pas la même. Philip Bennett, suspendu de ses fonctions de PDG chez Refco, est soupçonné d'avoir dissimulé 430 millions de dollars de dettes et de créances douteuses dans les comptes de la société pour rendre ceux-ci plus séduisants aux yeux des investisseurs au moment de l'introduction en Bourse de Refco en août dernier. Dans le cas du courtier texan en énergie, ce sont au moins 7 milliards de USD de pertes que l'ancien PDG avait dissimulés dans les bilans jusqu'en 2001. Quant à

l'opérateur télécoms WorldCom, qui reste à ce jour la plus importante faillite aux Etats-Unis, les malversations comptables ont porté chez lui sur plus de 11 milliards de USD. Si la faillite d'Enron a lésé environ 20.000 créanciers, avec un montant total de dettes estimé à 67 milliards de USD, le nombre de créanciers est sensiblement moins élevé dans le cas qui nous occupe et leurs créances sont d'un ampleur moindre. Le principal créancier de dette non sécurisée, la banque autrichienne Bawag, réclame 451 millions de USD. Si l'on prend en compte les créances des 50 prin-

cipaux détenteurs de dettes non sécurisées, on arrive à un total de plus de 3,4 milliards de USD. Il faut bien sûr encore ajouter à cela les prêts qui ont financé l'activité de Refco: Bank of America, la deuxième banque US, estime son dû à 648 millions de USD. Même si les sommes en jeu sont sans commune mesure avec celles de l'affaire Enron, on peut cependant s'attendre à une belle empoignée entre les dizaines de créanciers et de clients de Refco, dont toutes les activités, sauf les filiales régulées Refco LLC (trading de produits dérivés cotés) et Refco Securities (le broker dealer du groupe), ont été pla-

cées sous la protection du Chapitre 11 de la loi sur les faillites. Les actifs reconnus du courtier auraient fondu sur la semaine de 49 à 16,5 milliards de USD.

Courtage de contrats à terme prisé

Autre facteur d'apaisement, le marché, qui, par ailleurs, n'a pas du tout perdu son sang-froid (lire encadré), considère d'un bon œil la mise aux enchères de la filiale Refco LLC, d'autant que plusieurs repreneurs potentiels ont déjà marqué leur intérêt. Parmi ceux-ci, on recense un consortium d'investisseurs mené par JC Flowers, le courtier US Interactive Brokers Group (IBG), Dubai Investment Group, Man Group, Fimat Group, Citigroup et JP Morgan. Les dossiers les plus aboutis sont ceux de JC Flowers et IBG. Le premier, qui s'était déjà fait remarquer en août dernier en rachetant la banque d'investissement néerlandaise NIB Capital, s'est déclaré lundi prêt à acquérir les principales activités de courtage de contrats à terme de Refco pour 768 millions de dollars, soit 103% des fonds propres nets du courtier. Ce qui a contraint le concurrent de Refco, IBG, à proposer jeudi 106% du montant des fonds propres. On le voit, le dépeçage de Refco a commencé. Reste, toutefois, à savoir comment on a pu en arriver là sans que les autorités de contrôle (auditeur, banquiers chargés de l'IPO, Securities and Exchange Commission...) n'aient à aucun moment tiré la sonnette d'alarme. ■ Luc Charlier

CHIFFRES

Le marché parvient néanmoins à garder son sang-froid

Pour mieux comprendre pourquoi une société ayant pignon sur rue depuis 36 ans se retrouve aussi rapidement clouée au pilori, il faut savoir que Refco est à l'origine de 654 millions de contrats passés sur le marché des dérivés du Chicago Mercantile Exchange pour l'année fiscale clôturée au 28 février dernier. Un volume qui s'avère supérieur à l'ensemble des transactions réalisées dans le même laps de temps sur le Chicago Board of Trade (CBOT) ou le New York Mercantile Exchange. Ce qui explique la très rapide détérioration du

cours de Bourse de Refco (-97% par rapport à son sommet du 7 septembre), la confiance des investisseurs s'étant brusquement volatilisée. Même constat sur le terrain obligataire où le rendement de l'emprunt de référence (coupon de 9% et maturité 2012) a explosé en quelques jours d'un peu plus de 7% à plus de 20%. Ceci étant, force est de constater que la Bourse de New York n'a pas du tout été ébranlée. Même l'IPO du CBOT s'est très bien passée puisque son cours a bondi de près de 70% à plus de 90 USD. ■ L.C.

LES COULISSES DE LA SEMAINE

En affaires aussi, il y a des choses qui «ne se font pas»

par Martine Maelschalck

Des travailleurs qui matent le mythe de l'ouvrier polonais, un CEO qui induit son conseil en erreur, un commissaire européen qui ne digère pas les pilules...

Y aurait-il des limites à ne pas dépasser? Cette semaine, plusieurs affaires, par ailleurs fort différentes, tendraient à le démontrer. Ainsi, la direction de **Struik Foods**, une ancienne filiale d'Unilever implantée à Schoten, a-t-elle dû faire machine arrière face à une grève au finish de ses travailleurs salariés qui dénonçaient la volonté de l'entreprise d'engager dix ouvriers polonais à bas salaire, tout en licenciant cinq travailleurs à contrat fixe. Quant à l'offre non désirée de **Belgacom** sur **Telindus**, une opération toujours en plein marasme, elle est venue rappeler que, même si l'OPA hostile est monnaie courante sous d'autres cieux, dans le cocon douillet de notre petite communauté financière il y a des choses qui «ne se font pas», tout simplement. Le CEO de Belgacom, Didier Bellens, en sait quelque chose, lui qui a été mis sur la sellette et rappelé à l'ordre par le politique (avec lequel Belgacom n'a jamais totalement coupé le cordon), pour n'avoir pas dévoilé à son conseil d'administration la teneur de sa candidature à l'accueil de l'OPA. Chez nous, on discute, on négocie, on trouve des solutions de compromis, on ne fonce pas dans le tas. Cela semble être l'une des morales de cette affaire — la même pourrait s'appliquer à la récente désillusion de Fortis après ses manœuvres d'approche de Dexia.

Plus grave, le retour de manivelle peut parfois ne pas se situer uniquement au niveau de l'amour-propre bafoué. Jean-Pierre Hansen, administrateur délégué d'Electrabel et n°2 de Suez, déjà inculpé dans une romanesque affaire de plombiers informatiques boulevard du Régent, est aujourd'hui menacé d'être renvoyé en correctionnelle des œuvres de Philippe Delville, petit actionnaire du genre qui ne lâche pas l'os.

Le fond de l'affaire est certes assez nébuleux: il s'agit d'une série de questions posées par Delville lors de l'assemblée générale d'Electrabel et auxquelles Hansen aurait refusé de répondre, les jugeant diffamatoires. Et dire que Jean-Pierre Hansen s'inquiète pour sa famille à chaque fois que ses démêlés avec le pouvoir judiciaire

droits de vote doubles, un système qui se pratique beaucoup chez nos voisins, en France, aux Pays-Bas ou en Allemagne. C'est ainsi, par exemple, qu'avec 7 à 8% du capital, **Albert Frère** contrôle en réalité près de 15% de Suez. Mais ce système peut parfois se retourner contre ceux qui l'ont mis en place. C'est ce qui arrive en ce mo-

Avant la mise en Bourse d'EdF, l'Etat français a obtenu quelques concessions de taille: 4 milliards d'euros d'investissements supplémentaires, dont les deux tiers devront être réalisés en France. Voilà ce qui s'appelle défendre son steak.

font les choux gras de la presse...

Chez nos voisins français, la mésaventure qui est arrivée à Pierre Danon, viré de chez **Cappemini** parce que sa candidature à la direction d'Accor avait été mise sur la place publique — au terme d'un processus désastreux en termes de corporate governance —, a de quoi faire réfléchir... surtout à propos de l'attitude de virgée effarouchée de Cappemini qui avait débauché Pierre Danon de chez BT à peine dix mois plus tôt! Un autre comportement que la Commission européenne n'aime pas, mais alors pas du tout, c'est celui qui consiste pour les entreprises à se prémunir de toute tentative d'OPA hostile en installant des «poison pills», ces mécanismes destinés à décourager, voire à rendre impossible l'entrée au capital d'actionnaires non désirés. Le commissaire européen McCreery a décidé de partir en croisade contre l'utilisation des

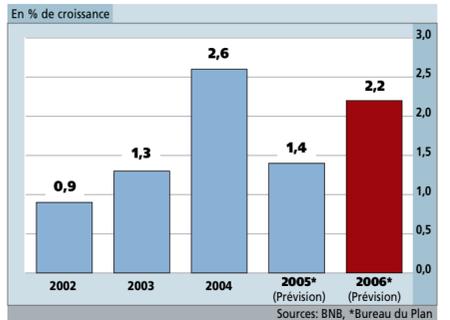
ment au magnat de la presse **Rupert Murdoch**: sa décision de prolonger de deux ans les mesures de protection du capital de News Corp. devrait lui valoir une froude des actionnaires en assemblée générale.

Alors que certains observateurs, comme Eric de Keuleneer dans nos colonnes, s'étonnent que le gouvernement belge ait avalisé la prise de contrôle totale de **Suez** sur Electrabel — et donc sur une bonne partie de l'approvisionnement de notre pays en énergie — sans avoir obtenu de compensations significatives, on a vu cette semaine que le gouvernement français n'avait pas de tels états d'âme. Alors qu'il s'est (enfin) engagé à mettre en Bourse **EdF** (Electricité de France), il a obtenu quelques concessions de taille: 4 milliard d'euros d'investissements supplémentaires, dont les deux tiers devront être réalisés en France. Voilà ce qui s'appelle défendre son steak... ■

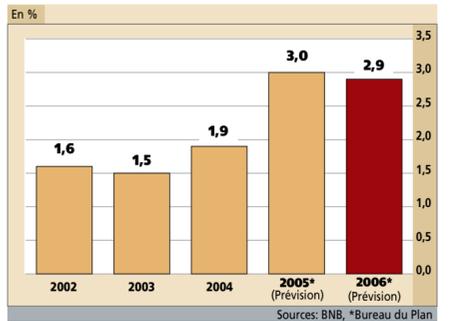
TABLEAU DE BORD

Belgique

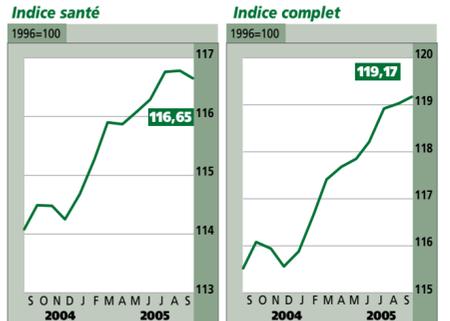
Croissance du PIB



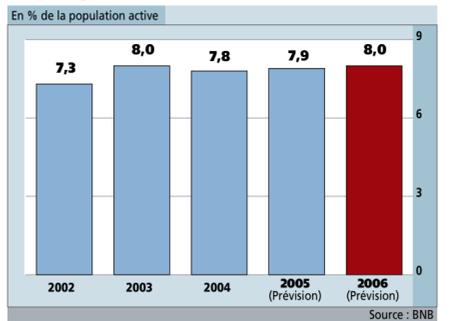
Inflation



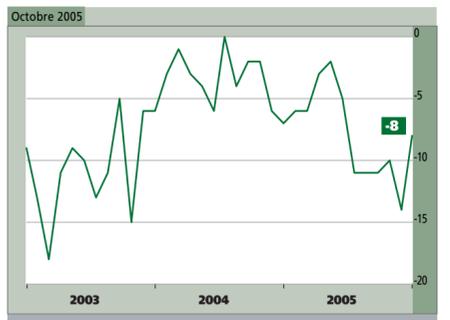
Indice des prix à la consommation



Chômage



Indice de confiance des consommateurs



EUR 5.000.000 98% Capital Guaranteed Notes
liées aux indices S&P 500 et Dow Jones EURO STOXX® 50

Emetteur
Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (Rabobank International Equity Derivatives)

Type, catégorie et nominal
Les Notes sont des titres avec une valeur nominale de EUR 1.000 par Note. Le remboursement des Notes ne sera jamais inférieur au montant garanti de 98% de la valeur nominale (à l'exception des conditions limitatives prévues aux Conditions Sb («Redemption for Taxation Reasons») et 11 («Events of Default») du prospectus). La durée des Notes est de 3 ans.

Description
Le remboursement à l'échéance des Notes («Final Redemption Amount») sera calculé selon la description et la formule reprise dans le «schedule» des conditions définitives. Le remboursement à l'échéance (i) sera calculé sur la base de la moyenne des cours de clôture des indices à 12 dates d'évaluation («Index Valuation Dates») comparée à la valeur des indices au 18 novembre 2005, (ii) sera calculé en fonction d'un pourcentage de participation de 80%, et (iii) le meilleur indice sera pris en considération à concurrence de 70% et l'indice le moins bon sera pris en considération à concurrence de 30%. Le remboursement par Note sera au moins égal à EUR 980,- plus une participation dans la hausse éventuelle des indices, tel que décrit ci-dessus.

Période de souscription
La période de souscription commencera le 25 octobre 2005 et se terminera le 18 novembre 2005 (15 heures).

Publication du prospectus
Le prospectus de base ainsi que les conditions définitives de l'émission sont disponibles gratuitement auprès de Robeco Bank Belgium, avenue Louise 81, B-1050 Bruxelles, n° de tél. +32.2.533.16.00, site internet: www.robeco.be. L'attention des investisseurs potentiels est attirée sur les «Risk Factors» décrits aux pages 10 à 17 du prospectus. Le traitement fiscal des Notes en Belgique est décrit dans les conditions définitives.

Le 22 octobre 2005



PRIVATE BANKING

Rabobank International Equity Derivatives Eagle Notes 2005 avec date de clôture au 25 octobre 2005 liées à ABN AMRO Holding N.V. (les «Notes»)

Augmentation du montant d'émission
Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (Rabobank International Equity Derivatives) a annoncé par publication du 15 septembre 2005 une émission de Notes d'un montant nominal de EUR 10.000.000. Les souscriptions aux Notes ont entre-temps dépassé ce montant. Par conséquent, Rabobank International Equity Derivatives a décidé d'augmenter le montant d'émission à EUR 20.000.000.

Cours initial
Le cours initial, tel que défini dans le supplément du 9 septembre 2005 au prospectus du 1^{er} juillet 2005, est fixé à EUR 19,50, sur la base du cours de clôture des actions ABN AMRO Holding N.V. du 18 octobre 2005.

Plus d'information
Le supplément et le prospectus peuvent être obtenus en Belgique auprès de la SG Bank de Maertelaere - SG Banque de Maertelaere, Rijsenbergstraat 148, 9000 Gand (tél.: +32 9 242.22.22).