



Les points de vue des investisseurs sur l'adoption des normes IFRS

Recueil d'opinions

Recueil coordonné par Nicolas Véron,
associé fondateur, Etudes et Conseil pour l'Information Financière (ECIF)
15 décembre 2004

Avant-Propos

par Alain Leclair, Président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG)
et Gérard de La Martinière, Président de la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA)

Les règles comptables jouent un rôle clé dans l'organisation et l'évolution du système de financement des entreprises et dans l'évaluation de leurs titres détenus directement ou indirectement par les épargnants. Cette réalité, souvent occultée, a été révélée dans toute son évidence par les vifs débats suscités par l'adoption par les entreprises cotées européennes des normes comptables internationales, ou IFRS.

Dans ces débats, les intérêts des investisseurs, et plus généralement des utilisateurs des comptes, ont souvent été invoqués par les uns et les autres, et en premier lieu par le normalisateur international, mais leur expression directe est restée peu développée. C'est à cette lacune que nos deux associations, l'AFG et la FFSA, qui représentent la plus grande partie des professionnels de l'investissement en France, ont souhaité remédier en confiant à Nicolas Véron, associé du cabinet ECIF, la préparation de ce « recueil d'opinions ». En donnant la parole aux acteurs, celui-ci traduit la diversité et, sur de nombreux points, les convergences de leurs points de vue.

La tonalité générale des contributions présentées dans ce recueil est globalement positive : l'adoption des IFRS devrait renforcer à terme la comparabilité des comptes des entreprises cotées, et accroître la transparence et, plus essentiel encore, la pertinence de l'information publiée.

Mais les utilisateurs tempèrent ce constat par l'expression d'inquiétudes et de nombreuses réserves. Certains choix opérés par l'IASB sont critiqués, et des interrogations sont soulevées sur la qualité du processus d'élaboration. Dans certains secteurs, les normes sont peu satisfaisantes et mettront longtemps à se stabiliser, à commencer, dans le champ des activités que nos associations représentent, par le « mismatch » comptable pour l'assurance et, pour la gestion, un risque de mauvaise compréhension des fonds dédiés et des fonds garantis. Mais au-delà des considérations sur le contenu des normes, l'architecture institutionnelle elle-même fait problème, qu'il s'agisse des évolutions futures des normes, de leur interprétation – avec notamment le risque de lectures littérales qui feraient oublier les principes qui ont présidé à leur création – ou du contrôle de leur mise en œuvre. En conséquence, la période de transition pourrait bien être chaotique, et cette situation pourrait perdurer bien au-delà de la seule année 2005.

Cette publication est le signal d'une réelle implication en amont des investisseurs français dans le débat comptable. Ce débat, soyons-en sûrs, continuera de se développer dans les années à venir : la publication des premiers comptes en IFRS courant 2005 n'en marquera pas la fin, mais plutôt le commencement. Nos deux associations comptent y jouer pleinement leur rôle et se faire entendre des normalisateurs, pour le bénéfice de l'ensemble des utilisateurs des comptes, épargnants et investisseurs, en France et, au-delà, dans l'ensemble de l'Union européenne.

Alain Leclair

Gérard de La Martinière

Introduction

Nicolas Véron

La réalisation du présent recueil d'opinions, à l'initiative conjointe de l'AFG et de la FFSA, s'inscrit dans le contexte de la décision prise à partir de 2000 par l'Union européenne d'exiger de toutes les entreprises cotées sur son territoire une publication de leurs comptes consolidés selon les normes internationales IFRS, et dont les modalités sont brièvement rappelées à la fin de cette introduction.

Une méthodologie adaptée au débat sur les normes comptables

Durant les deux premières années suivant l'annonce de l'orientation européenne en faveur des IFRS, entre 2000 et 2002, les discussions sur la normalisation comptable sont restées pour l'essentiel confinées au cercle assez étroit des spécialistes de l'information financière. A partir de 2002 toutefois, la discussion s'est élargie à mesure qu'un certain nombre de grands émetteurs ont pris conscience de ce que l'adoption des IFRS revêtirait pour eux, au-delà de l'ajustement technique, le caractère d'une mutation substantielle et susceptible d'influencer certaines de leurs orientations stratégiques. Dans le cas des normes IAS 32 et 39, en particulier, la controverse a pris une dimension politique et la presse généraliste, peu coutumière jusque-là des subtilités de la chose comptable, a soudain porté à ces questions une attention inédite.

La vigueur de ce débat français de normalisation comptable cache toutefois une forme de relatif déséquilibre. En effet, les préparateurs de comptes (les émetteurs) ainsi que les auditeurs et les normalisateurs y ont souvent été plus systématiquement représentés que les utilisateurs, y compris dans les procédures de consultation institutionnelles, nationales, européennes et internationale, qui ont eu lieu dans la phase amont de l'adoption des IFRS.

La catégorie des utilisateurs des comptes, couramment utilisée dans les débats de comptabilité, regroupe tous les participants des marchés financiers et plus généralement les acteurs économiques qui font usage, à un titre ou un autre, de l'information financière produite et publiée par les émetteurs : à ce titre elle inclut les investisseurs bien sûr, particulièrement les grands institutionnels, mais aussi les analystes, les gérants, les courtiers, les agences de notation, les évaluateurs financiers, etc. Il est habituel de relever que ces utilisateurs occupent en France une place moins centrale qu'en Grande-Bretagne ou aux Etats-Unis, comme l'illustre par exemple le débat national sur le gouvernement d'entreprise¹. Toutefois, dans le sillage de la modernisation des structures d'intermédiation financière et de la montée en puissance des métiers de la gestion, leur présence et leur influence se sont renforcées au cours des dernières années. Ce sont eux qui constituent, aux côtés de quelques experts indépendants issus notamment du monde universitaire, l'essentiel des contributeurs de ce recueil.

Dans ce contexte marqué par une grande diversité, le choix, effectué par l'AFG et la FFSA, de la réalisation d'un recueil d'opinions apparaît singulièrement approprié. A la différence d'un sondage, cette méthodologie permet à chaque contributeur d'aborder les questions spécifiques de son choix, en fonction de ses prismes de lecture personnels et des priorités de son domaine d'activité. En effet, il n'y a aucune raison que tous les utilisateurs aient les mêmes attentes vis-à-vis des normes comptables. De ce fait, il n'y a donc pas d'uniformité des thèmes couverts par les différents auteurs, même si plusieurs ont suivi la trame des interrogations qui leur avaient été soumises dans le courrier commun de l'AFG et de la FFSA (reproduit en annexe à la fin du recueil). Par ailleurs, les auteurs ne constituent en aucune manière un échantillon représentatif vis-à-vis de quelque catégorie statistique que ce soit. En revanche, chacun de leurs points de vue est clairement articulé et ne subit ici aucune distorsion, à la différence de ce que peuvent parfois être des réponses à des questions prédéterminées.

¹ Nicolas Véron, « Gouvernement d'entreprise : qui est l'arbitre ? », revue *Risques* n°56, décembre 2003.

Eléments de synthèse

La qualité et la densité remarquables des contributions recueillies interdit d'en réaliser ici un résumé complet. Pour autant, certains éléments ressortent avec suffisamment de clarté pour mériter d'être relevés :

- **Un consensus très large s'établit quant à l'utilité d'une démarche de standardisation internationale** et de ses apports positifs notamment à moyen terme : comparabilité des comptes (intersectorielle et surtout internationale), volume de données et transparence accrues, recherche de pertinence de l'information.
- La grande majorité des contributeurs considèrent avec pragmatisme que **l'adoption des IFRS est d'ores et déjà inscrite dans les faits**, et qu'il ne serait ni possible ni même souhaitable d'envisager sa remise en question. Plus nettement que certains émetteurs, ils inscrivent pleinement leur réflexion sur l'avenir dans le cadre des IFRS et non en-dehors de celui-ci. Dans ce contexte, ils acceptent que les éventuels comportements hérités du passé mais qui seraient incompatibles avec la pratique des IFRS doivent être abandonnés.
- Toutefois, si les perspectives de moyen terme liées à l'adoption des IFRS sont jugées favorablement, en revanche **le bilan avantages / inconvénients à court terme n'est pas nécessairement positif**. Presque tous les auteurs expriment des inquiétudes, parfois vives, sur les choix effectués par l'IASB et/ou sur le déroulement de la phase de mise en oeuvre. Cette dernière ne se résume pas à la période qui s'étend d'ici à la première publication des comptes en IFRS en 2005-06, mais se prolongera vraisemblablement bien au-delà pour inclure les quelques premières années d'application des nouvelles normes, le temps que les pratiques des entreprises, les doctrines d'interprétation, et les politiques d'*enforcement* des régulateurs boursiers s'adaptent et se stabilisent dans ce nouveau contexte.

Au-delà de ces éléments qui forment comme des fils conducteurs du recueil, les contributions abordent, avec des perspectives souvent diverses et même parfois opposées, les très nombreuses questions posées dans la discussion sur les normes. La sélection ci-après représente une fraction seulement de la variété et de la richesse des points de vue exprimés.

- Les réponses soulignent la **possibilité d'un changement de nature de l'information financière**, dont le caractère tourné vers l'avenir (et donc impliquant des hypothèses et des choix) devient sensiblement plus marqué à travers le passage aux IFRS. Comme le souligne Catherine Guttman, « *les informations données par les IFRS sont paradoxales dans le sens où elles ont à la fois un caractère prédictif plus marqué, mais sont le reflet d'une valeur instantanée* ». Dans le même registre, plusieurs textes, à l'instar de celui présenté par Franck Ceddaha au nom de la commission Comptabilité de la SFAF, mettent en lumière le brouillage de plus en plus évident de la frontière entre les métiers de la comptabilité et ceux de l'analyse financière et du calcul financier. Ceci pourrait poser des questions difficiles sur les responsabilités respectives des différents intervenants de la « chaîne » de l'information financière, et risque par ailleurs de nécessiter un effort important et coûteux de formation, souligné par les équipes de Groupama Asset Management.
- De nombreux contributeurs soulignent **l'accroissement du volume d'informations**, notamment dans l'annexe, **généralement avec une note approbatrice mais aussi parfois avec appréhension**. Xavier Paper souligne l'enrichissement du contenu du tableau des flux de trésorerie ; à l'inverse, Foucauld de Tinguy et ses collègues de Détroyat Associés déplorent la perte d'informations disponibles en normes françaises mais qui disparaîtraient en IFRS, par exemple dans le domaine des plus- ou moins-values de cessions d'immobilisations.
- Les investisseurs et les gérants sont globalement moins négatifs sur **l'application du principe de la « juste valeur »** que d'autres observateurs, notamment ceux issus du monde universitaire tels que Franck Bancel, Pascale Delvaille et Christopher Hossfeld d'une part, Xavier Ragot et Yuri Biondi d'autre part. Le débat technique sur le meilleur équilibre entre l'exigence de pertinence des comptes (à laquelle le principe de juste valeur vise à répondre) et celle de leur fiabilité est, à

l'évidence, loin d'être achevé et pourra donner lieu à des propositions nouvelles – comme celle de Bertrand Jacquillat sur l'évaluation des actions – ou au contraire rendre plus difficile le recours à certains outils, comme le ROCE auquel est consacrée la contribution de Bruno Husson.

- **L'incidence sur les cours boursiers et sur leur volatilité est analysée avec mesure par les gérants**, qui tendent à relativiser le risque d'une mésinterprétation par les marchés des changements apportés par les IFRS dans le calcul des fonds propres et du résultat. A ce titre, les interviews de Marcel Nicolaï, Philippe Chaumel et Denis Faller (Rothschild Gestion) et de Gérard Augustin-Normand (Richelieu Finance) sont éclairantes, et rappellent l'importance des retraitements de l'information financière dans une approche d'analyse financière « fondamentale ». Le point de vue exprimé par Antoine de Salins considère sous ce prisme les différentes techniques de gestion : l'impact des IFRS sera nécessairement différent dans des contextes de gestion « top-down » ou « bottom-up ».
- Les enjeux plus spécifiques de l'application des normes aux **sociétés d'assurance et de gestion** et l'impact sur leurs métiers par ce biais sont également abordés dans plusieurs textes, comme celui d'Antoine Lissowski pour l'assurance ou ceux de Mark Sinsheimer pour la gestion. La courte note de Laure Delahousse fait également le point sur certains effets négatifs potentiels des IFRS sur les politiques d'actionnariat salarié.
- **De fortes inquiétudes sont exprimées quant aux premières années de mise en œuvre** des IFRS par de nombreux contributeurs, par exemple René Ricol et Sonia Bonnet-Bernard et l'équipe de Crédit Agricole Asset Management. La complexité de la transition fait craindre que pendant ces premières années, les comptes aient un contenu informatif faible, en attendant la stabilisation de l'interprétation des normes et des pratiques de place. Sous certaines hypothèses, l'accès aux capitaux pourrait en être rendu temporairement plus difficile, ainsi que le souligne Jeanne-Françoise de Polignac. Dans le cas des sociétés d'assurance, une difficulté supplémentaire résulte du caractère temporaire de la norme (voir le texte de Jacques Le Douit), avec des choix difficiles à opérer pour la finalisation des règles définitives de comptabilisation des engagements.
- Enfin, sur les **aspects institutionnels** et notamment la structure et le *due process* de l'IASB, deux éléments dominant : d'une part, la **revendication d'une meilleure consultation** – notamment en direction du *buy side* – de la part des normalisateurs et spécifiquement de l'IASB ; d'autre part, la **reconnaissance d'une trop faible mobilisation des professionnels en amont** sur ces thèmes, notamment en France. Christian Hoarau développe plus particulièrement les enjeux de la convergence FASB / IASB, un défi majeur pour les prochaines années en termes de gouvernance du système de normalisation. Gilbert Gélard, membre français de l'IASB, répond à plusieurs des critiques habituellement émises et apporte un éclairage complémentaire au débat sur l'évolution des structures de décision.

Nicolas Véron est associé fondateur d'ECIF (www.ecif.info). ECIF a assuré la coordination du présent recueil, qui a été suivie à l'AFG par Carlos Pardo, Directeur des études économiques, et à la FFSA par Philippe Trainar, Directeur des affaires économiques, financières et internationales.

Rappels de synthèse sur la normalisation comptable internationale et son adoption par l'Union européenne

Les normes comptables internationales, désignées dans ce recueil sous le sigle IFRS (*International Financial Reporting Standards*), ont été élaborées depuis 1973 par un organisme de droit privé créé à l'initiative de quelques membres de la profession comptable, appelé d'abord *International Accounting Standards Committee* (IASC) jusqu'en 2001 puis *International Accounting Standards Board* (IASB) depuis cette date. L'IASB est un organisme privé de droit britannique, basé à Londres et contrôlé en totalité par l'*IASC Foundation* (IASCF), une fondation basée aux Etats-Unis et financée à la fois par des grandes entreprises industrielles et de services, par des firmes d'audit et par des organisations internationales et publiques.

Depuis 2001, le document intitulé « *IASC Foundation Constitution* » (actuellement en cours de révision) régit les processus de gouvernance et de nominations au sein de l'IASCF et de l'IASB. L'IASB comprend 14 membres, dont 12 permanents et 2 à temps partiel, nommés par les 19 *Trustees* de l'IASCF². Les normes produites par l'IASB sont nommées *International Accounting Standards* (IAS) lorsque leur première publication est antérieure à 2001 (IAS 1 à IAS 41), et IFRS (numérotées, à ce jour, de 1 à 5) pour les normes postérieures à 2001. A celles-ci s'ajoutent les textes d'interprétation produits par des organismes annexes de l'IASB, désignés comme SIC avant 2001 et IFRIC depuis cette date. Le document intitulé « cadre pour la préparation et la présentation des états financiers » (*IASB Framework*) complète ces textes mais, à la différence des précédents, ne fait pas formellement partie du corpus des normes IFRS. Il n'a du reste pas été révisé depuis sa rédaction en 1989 et se trouve aujourd'hui en relatif décalage avec le texte des normes elles-mêmes : notamment, la notion clé de « juste valeur » (*fair value*), présente dans la plupart des textes des normes IAS et IFRS, ne fait l'objet d'aucune référence dans le *Framework*.

La décision européenne d'adopter les normes internationales à l'horizon 2005 remonte aux débuts de la Commission Prodi, plus précisément à une communication de la Commission publiée en juin 2000 dans la foulée du sommet européen de Lisbonne tenu en mars de la même année. Le schéma d'adoption proposé dans cette communication a ensuite été approuvé par le Conseil (à l'unanimité) et le Parlement européen (le 12 mars 2002 : 492 voix pour, 5 contre, 29 abstentions), et a été formellement inscrit dans le droit communautaire par un Règlement du Parlement et du Conseil le 19 juillet 2002 (règlement n°1606/2002). Ce texte court définit à la fois le calendrier d'application, à partir de l'exercice 2005 pour les comptes consolidés des sociétés européennes cotées, et le mécanisme d'adoption des normes. Selon ce dernier, chaque texte proposé par l'IASB doit être approuvé au cas par cas par l'Union européenne, après consultation d'un organisme externe d'expertise (*European Financial Reporting Advisory Group* ou EFRAG, de droit privé) et réunion d'un comité (le comité européen de réglementation comptable ou *Accounting Regulatory Committee*) votant à la majorité qualifiée.

En application du règlement 1606/2002, l'Union européenne a formellement adopté, en septembre 2003, l'ensemble des normes IAS et interprétations SIC existantes à l'exception des normes IAS 32 et 39 relatives aux instruments financiers. Par ailleurs, la norme IFRS 1 (première application des IFRS) a été adoptée le 6 avril 2004, et la norme IAS 39 l'a été le 19 novembre 2004, à l'issue de longs débats et au prix de l'exclusion (*carve-out*) de deux de ses dispositions, portant sur les questions complexes et disputées de la comptabilité de couverture et de « l'option de juste valeur ». Les normes IAS 32, IFRS 2 à IFRS 5, ainsi qu'une série de révisions des normes IAS précédemment adoptées, ont fait l'objet d'avis favorables de l'EFRAG et leur adoption par la Commission est attendue.

² Dans le cadre de la révision en cours « *Constitution Review* », l'IASCF a fait part de sa volonté de renforcer à l'avenir la présence de praticiens des marchés et de la gestion financière parmi les membres de l'IASB.

Recueil d'opinions

Une mutation coûteuse mais salubre

Serge Kielbik, Marie-Pierre Peillon, Emmanuel Rousseau, Yann de Saint Meleuc

En préambule à l'expression du point de vue sur l'apport des normes IFRS, il faut indiquer que les OPCVM détenus au bilan des personnes morales sont potentiellement concernés par les normes de consolidation. La complexité de leur traitement pourrait alors remettre en cause l'utilisation des OPCVM par les institutionnels. La pérennité de la gestion sous forme collective serait alors potentiellement menacée. Il est de l'intérêt de la profession de faire en sorte que la consolidation des OPCVM n'aboutisse pas à une consolidation ligne par ligne des actifs gérés au sein de l'OPCVM avec ceux détenus en direct au bilan de l'entreprise concernée.

L'entrée en vigueur prochaine des nouvelles normes IFRS a donné lieu à de très nombreux commentaires émanant essentiellement des émetteurs ou de leurs associations professionnelles. Le point de vue de l'investisseur s'est fait entendre de manière plus discrète, pour le moment.

Les principes généraux qui guident cette réforme ne peuvent que le séduire. Fidélité, comparabilité, transparence emportent d'emblée son adhésion, voire son enthousiasme.

Mais au-delà des principes généraux, la complexité du dispositif impose une analyse approfondie.

La question de la date choisie pour le basculement n'appelle pas de commentaire particulier. Elle apparaît bien proche à beaucoup de sociétés concernées qui n'ont pas forcément correctement anticipé cette contrainte. Cependant, il faut bien enclencher un mécanisme qui fait l'objet de réflexions depuis fort longtemps, et dont le déploiement sera progressif.

En effet, dans un premier temps, ne sont concernés que les groupes cotés. Ce sont ceux qui devraient, a priori, avoir le mieux anticipé le passage aux normes IFRS, d'autant que certains publient déjà leurs comptes en normes US GAAP.

Pour ce qui est des comptes sociaux, le passage aux nouvelles normes ne s'effectuera pas de manière précipitée car il ne s'agit que d'une possibilité laissée au choix des Etats membres de l'Union Européenne.

C'est bien sur le contenu lui-même de la réforme que le point de vue des investisseurs doit se faire entendre. Le passage aux normes IFRS est une grande révolution et il apparaît que si l'application des nouvelles normes présente plus d'avantages que d'inconvénients, elle n'est pas exempte de risques. Les conditions de sa réussite imposent de bien les cerner pour y apporter les réponses les plus adaptées. Elles imposeront aux sociétés d'importants efforts de communication et d'adaptation.

Aux yeux des investisseurs, les avantages l'emportent sur les inconvénients

Des avantages centrés sur une modification des comportements

Parmi les avantages, il faut citer l'objectif originel de la norme qui est de favoriser la comparabilité des comptes au niveau européen. Aux yeux des investisseurs, ce point est fondamental. Les normes nouvelles vont entraîner à terme des règles de calcul et de présentation standardisées. De la même manière, elles vont homogénéiser le calcul d'éléments parfois complexes comme le contenu du chiffre d'affaires ou le traitement du *goodwill*.

L'adoption des normes IFRS permettra également de sortir d'un système comptable ancien essentiellement marqué par l'enregistrement des opérations au coût historique, et de mieux rendre compte de la réalité économique.

Si l'approche bilanciale semble l'emporter, elle a des incidences en termes de lecture mais aussi en termes d'élaboration des comptes. En théorie, les nouvelles normes doivent mettre fin aux pratiques de

pilotage du résultat par le biais des provisions. Cela ne sera pas sans influence sur l'utilisation de certains ratios dans les secteurs de l'assurance et de la banque.

Au-delà du contenu des normes et de leur aspect technique, il y a tout lieu de penser que les entreprises vont devoir s'adapter, réfléchir à l'évaluation de leurs actifs et trouver des solutions pour gérer efficacement l'application des nouvelles règles. Il est d'ailleurs fréquent que ce type de réflexion, de remise à plat, conduise à une amélioration des modes opératoires et des contrôles. La mise en œuvre des nouvelles règles peut alors présenter des opportunités de dépasser le strict cadre réglementaire et d'optimiser le fonctionnement des entreprises.

Ces travaux de remise à plat, d'évaluation et plus globalement de réflexion peuvent conduire les entreprises à mettre en évidence une meilleure appréhension des risques, ce qui participera à l'amélioration de la perception de l'entreprise par les investisseurs.

Des inconvénients essentiellement liés à la complexité des nouvelles règles

La mise en place des nouvelles normes aura des conséquences complexes sur le fonctionnement et la rentabilité des sociétés.

Tout d'abord, l'adoption des normes IFRS entraîne une modification des règles de consolidation. Le fait que le seuil de détention soit désormais fixé en droits de vote aura une influence sur la composition des groupes, surtout pour ceux qui veulent consolider leurs filiales en intégration globale.

Les nouvelles normes peuvent aussi impacter fortement l'activité de certains secteurs économiques. Ainsi l'obligation d'intégrer les opérations de titrisation dans le bilan pourrait entraîner certaines banques à se retirer du marché de la titrisation pour leur propre compte. On peut aussi imaginer que la période de passage aux nouvelles normes ait une influence sur l'activité de fusions-acquisitions. Le marché sera-t-il freiné par le passage aux nouvelles normes ou bien va-t-il se trouver accéléré par cette transition ? On a tout lieu de penser que la gestion concomitante d'une opération de « M&A » et du passage aux nouvelles normes limite les opérations en Europe.

Il faut aussi signaler que certains secteurs seront fortement impactés dans leur fonctionnement fondamental. C'est le cas du secteur de l'assurance qui se trouve dans une situation particulière de « *mismatch* » entre la prise en compte d'actifs en valeur de marché et de passif en coût historique.

Le véritable problème est relatif à la complexité des normes. Leur contenu, leur nombre va entraîner un coût d'intégration élevé, ce qui ne manquera pas de peser sur la rentabilité des entreprises concernées. Dans ce coût d'intégration, on trouve bien sûr les développements informatiques à effectuer, la formation des personnels, ainsi que le recours à des consultants extérieurs pour qui le passage aux nouvelles normes constituera une opportunité d'accroissement d'honoraires.

Pour toutes les sociétés, la nécessité de décomposer le compte d'exploitation entre zones d'activités et zones géographiques va obliger à révéler au marché les activités rentables et celles qui ne le sont pas. Il s'agit d'une véritable nouveauté pour les groupes, laquelle pourrait avoir des impacts sur leur composition. Les activités ostensiblement déficitaires pourraient voir leur cession accélérée. D'autre part, les informations détaillées à communiquer sur les zones d'activité vont exposer les sociétés qui l'appliqueront strictement à dévoiler leurs prix de transfert. Cela peut avoir des conséquences vis-à-vis de l'administration fiscale en cas de contrôle.

Au-delà du coût d'intégration et des conséquences techniques du passage aux nouvelles normes, des intervenants évoquent le risque d'un accroissement de la volatilité. Ce risque n'est pas avéré à terme, même si au cours de la période qui suit la mise en place des nouvelles normes on peut imaginer que la volatilité soit accrue. En effet, l'homogénéisation des comptes ne sera pas forcément atteinte immédiatement, compte tenu de la latitude laissée aux entreprises au niveau du bilan d'ouverture. Il est probable que cette homogénéité ne sera acquise qu'au bout de plusieurs années.

La méthodologie de travail des analystes financiers *buy-side*, comme celle des *sell-side*, va vraisemblablement être bouleversée. Même si un consensus se dégage pour penser qu'il n'y aura pas d'impact sur la valorisation elle-même car les analystes retraitent déjà les comptes dans une optique de *fair value*, il est probable qu'il y ait un impact sur les ratios d'analyse les plus couramment utilisés.

Cette rupture des données historiques rendra difficile l'utilisation des ratios de référence. Le PER (*Price / Earnings Ratio*) devrait perdre de l'importance au profit de la mesure de la valeur actuelle des fonds propres et du cash-flow. De même, le classement relatif des entreprises au sein d'un même secteur pourrait être remis en cause étant donné les différences d'incidences des IFRS selon les entreprises. Enfin, on ne peut manquer de s'interroger sur la capacité des analystes financiers à absorber ce surcroît d'information puisque certains groupes estiment, par exemple, que le volume de leur rapport annuel devrait augmenter de 50%. La frontière entre comptabilité et analyse financière devrait être plus étroite. En effet la comptabilité tend à se rapprocher de la réalité économique. Ce point n'est pas sans influence sur le métier d'analyste financier. Ceux-ci vont devoir étendre leurs connaissances comptables pour optimiser l'utilisation des informations disponibles.

L'application des nouvelles normes comptables devra veiller à ne pas bousculer l'industrie de la gestion collective en obligeant les investisseurs institutionnels à consolider leurs parts ou actions d'OPCVM. C'est la pérennité même de l'activité de gestion d'OPCVM à destination des institutionnels qui peut être remise en cause s'il devient plus complexe et coûteux de détenir des titres à travers des OPCVM pour un institutionnel plutôt qu'en direct à son bilan.

Si l'introduction de nouvelles normes présente des avantages certains qui devraient être supérieurs aux inconvénients que l'on peut anticiper, il importe que les sociétés, pour surmonter les risques inhérents à la période d'assimilation des normes, se dotent de moyens d'anticipation, de formation et de communication.

Des conditions de réussite dépendant de la capacité des entreprises à anticiper, à former et à informer

Des risques plus marqués pendant la période d'assimilation

Le risque principal semble lié au manque de moyens : informatiques, de formation notamment. A ce titre la formation aux IFRS a souvent été gérée de manière centralisée par la nomination d'un « Monsieur IFRS » ou par la création d'un comité de réflexion. Le besoin va bien au-delà. L'assimilation des nouvelles normes comptables impose des efforts de formation et de conduite du changement sous forme de conduite de projets dans bien des cas. Le recours aux cabinets de consultants a de bonnes chances de se renforcer. On peut d'ailleurs s'interroger sur les capacités des cabinets de consultants eux-mêmes à absorber la charge de missions qui leurs seraient confiées.

On ne peut faire l'impasse du risque de marché. On peut se demander si les marchés ont intégré l'impact de cette révolution comptable. Ce point-là ne semble pas « *priced* » par le marché.

Une partie des sociétés concernées par l'adoption des nouvelles normes anticipe d'ailleurs une volatilité accrue des cours boursiers. A ce titre, il y a lieu de distinguer nettement deux phases. La première, qui pourrait durer deux ans, correspondra aux travaux d'assimilation et de progressive homogénéisation par rapport aux options prises dans le bilan d'ouverture. Il est probable que la volatilité sera accrue par manque de visibilité. La deuxième période devrait dépendre essentiellement de la capacité des entreprises à communiquer une information de qualité et accompagner la sortie de leurs chiffres.

On ne pourra empêcher, à terme, que les publications trimestrielles du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel soient des facteurs d'augmentation de la volatilité si certains intervenants se focalisent sur le court terme au détriment de l'analyse bilancielle proposée par les nouvelles normes. Mais globalement, il ne semble pas que les émetteurs soient tentés de se concentrer sur les objectifs de court terme, la philosophie des nouvelles normes étant bien de rééquilibrer l'approche bilancielle par rapport à une approche de résultat.

Des solutions qui devront faire leurs preuves

Les entreprises concernées par le passage aux nouvelles normes IFRS ont d'ores et déjà réfléchi aux solutions qui s'offrent à elles pour appliquer les nouvelles normes. En théorie, tout est fait pour que la qualité et la lisibilité des comptes soient meilleures. Cependant, tout dépend de l'état d'esprit des

entreprises concernées et des moyens qu'elles dégagent dans le domaine informatique, en formation et surtout en communication. Elles devront faire un effort de pédagogie marqué, principalement au moment du bilan d'ouverture.

Le premier point concerne le champ d'application de la notion de juste valeur. Compte tenu du choix laissé aux entreprises quant à la méthode de détermination de la juste valeur, on peut craindre une plus grande difficulté dans la comparaison des comptes d'une entreprise à l'autre. Il est quasi-certain que l'on voit émerger des experts en évaluation, sur lesquels il faudra s'appuyer, sans avoir la possibilité pour les analystes de critiquer leurs méthodes ou leurs modèles internes.

Le recours à des modèles internes, s'il est une source de divergences entre sociétés, va aussi favoriser l'émergence d'une zone de certification dans laquelle vont s'engouffrer les cabinets de consultants. Ce point peut soulager les analystes qui n'auront vraisemblablement pas le temps de fouiller l'analyse et auraient du, sinon, se contenter de contrôles de cohérences sur les taux retenus par les modèles. Cette remarque sera valable aussi pour les *goodwills*, dont l'évaluation passera par la notion d'« *impairment test* » pour laquelle les sociétés auront sans doute recours à des experts internes. Cette nouvelle méthode d'évaluation se substituera aux amortissements sur de très longues périodes antérieurement pratiqués.

En ce qui concerne la recherche/développement, les nouvelles normes imposent que la recherche reste en charge et ne soit pas inscrite à l'actif. Le développement étant, pour ce qui le concerne, intégré à l'actif du bilan. A ce sujet, deux difficultés peuvent se faire jour : la classification des dépenses de recherche et développement en charges ou en actifs risque de se heurter à l'incompréhension des opérationnels qui devront être sensibilisés à ce sujet. D'autre part il va être difficile d'évaluer ces nouveaux postes d'actif. Comment déterminer la valeur actuelle des flux futurs ? Quelle sera la bonne méthode ?

Tout repose aussi sur la manière dont les sociétés vont communiquer, dire quelles sont les normes qui vont les impacter. Il est fort probable que les marchés réagiront négativement si des sociétés qui sont soumises au passage aux normes IFRS ne se dotent pas des moyens nécessaires à la communication.

Les sociétés vont devoir communiquer plus largement et répondre aux questions des analystes sur les impacts, sur les coûts. Alors que la place sera confrontée à un phénomène de rupture dans les bases disponibles, les analystes vont peut-être, dans un premier temps, revenir à des considérations moins financières que par le passé en examinant la qualité du management, la qualité de la stratégie, la mise en œuvre du gouvernement d'entreprise. Sur tous ces points, il est clair que l'émetteur qui communiquera très tôt sur les impacts que ces nouvelles normes ont sur ses comptes aura un avantage.

Conclusion

Le passage aux nouvelles normes est essentiellement vécu, pour le moment, comme une source de coût supplémentaire par les sociétés concernées. Les avantages à attendre de la mise en place des nouvelles normes ne sont pas encore perçus.

Il est vrai qu'il est difficile de statuer aujourd'hui sur l'équilibre fidélité/comparabilité obtenu dans les normes IFRS. Mêmes lorsque les nouvelles normes auront été appliquées, compte tenu des options laissées en bilan d'ouverture aux sociétés concernées, la comparabilité ne sera pas acquise immédiatement. Ce n'est qu'au bout d'une période d'environ deux ans que les différents intervenants disposeront du recul nécessaire pour apprécier les effets bénéfiques de la réforme.

En théorie, les analystes devraient avoir moins de retraitements à effectuer, mais on ne pourra examiner l'impact du choix des méthodes que lorsque celui-ci aura été fait. Il faut souligner à ce propos le développement du rôle des cabinets de consultants, augmentant d'ailleurs le coût global du passage aux nouvelles normes.

La stabilité globale des marchés financiers ne devrait pas être impactée par le passage aux nouvelles normes pour peu que le principe de base qui est d'améliorer la visibilité soit rapidement intégré.

La phase de transition va obliger à un réexamen des risques en interne, des modes de production. Cela peut avoir des effets bénéfiques sur le fonctionnement des sociétés. Cette phase risque cependant de générer un coût de migration très important, sans doute supérieur à celui du passage à l'an 2000. La transparence, la comparabilité des comptes sont à ce prix, et n'est ce pas essentiellement aux investisseurs que la réforme profitera ?

Serge Kielbik est directeur de l'Administration des Marchés de Groupama Asset Management.

Marie-Pierre Peillon est responsable Analyse Financière et Crédit au sein de Groupama Asset Management.

Emmanuel Rousseau est responsable de l'Audit Interne et de la Déontologie au sein de Groupama Asset Management.

Yann de Saint Meleuc est Secrétaire Général de Groupama Asset Management.

Les marchés ont déjà anticipé la transition

Entretien avec Gérard Augustin-Normand

Que va changer l'adoption des IFRS ?

Au fond, il s'agit moins d'un changement de philosophie que d'une modification de certaines hypothèses. Il ne faut donc pas surestimer l'importance de cette transition. Mais elle peut aussi apporter une réponse bénéfique à la sous-évaluation ou à la surévaluation actuelle de certains actifs.

Les IFRS vont faciliter le travail de l'analyste financier en intégrant directement dans les comptes une série d'éléments d'appréciation de la valeur d'entreprise. C'est un progrès, et l'orientation générale des normes est bonne. Mais les informations qui seront ainsi intégrées dans les comptes ne seront pas toutes des informations nouvelles. Cela fait déjà un certain temps que les questions liées aux entités hors-bilan ou aux survaleurs sont prises en compte par les analystes – ou du moins parmi les plus attentifs d'entre eux ! Les normes, en d'autres termes, vont nous « prémâcher » le travail mais pas modifier substantiellement le paysage général.

Il faut être conscient que les marchés ont déjà anticipé une bonne partie des changements comptables. La transition, globalement, se passe en bon ordre. Les observations alarmistes de certains ne sont pas réellement fondées.

Les choix opérés par l'IASB sont-ils les bons ?

Certes, certains choix peuvent poser problème. Les tests de dépréciations et les fluctuations induites par les calculs de juste valeur conduiront à accroître la volatilité des soldes comptables et créeront un risque nouveau lié aux doutes sur la pertinence même des comptes. Il ne faut pas sous-estimer l'élément psychologique.

Pour autant, l'orientation générale est clairement positive. L'accent mis sur la comparabilité est essentiel. La comparabilité internationale bien sûr, mais aussi la comparabilité interentreprises avec l'abandon de toute normalisation sectorielle, et aussi la comparabilité intertemporelle avec une approche plus rigoureuse du traitement des changements de méthodes comptables d'un exercice à l'autre. Tout cela permettra, à moyen terme, d'atteindre une compréhension améliorée et plus détaillée des informations publiées.

L'approche « bilancielle » de l'IASB est-elle dangereuse ?

Au contraire, cela fait longtemps que certains observateurs – dont Richelieu Finance – se concentrent sur l'analyse du bilan et de la valeur, dont la croissance des soldes opérationnels n'est qu'un élément. A la différence des stratégies d'investissement passives qui vont subir la transition aux IFRS comme une contrainte, les stratégies actives ne peuvent que gagner à ce changement.

Même l'augmentation de la volatilité des résultats et des capitaux propres, liée à la reconsolidation de certains éléments hors-bilan et surtout à la comptabilisation des dérivés, n'a pas que des aspects négatifs. Cela pourrait amener les émetteurs à un peu plus de discipline dans leur recours aux produits structurés, et ce ne sera pas nécessairement un mal.

L'impact de certaines autres normes est encore un peu difficile à apprécier : c'est le cas par exemple de la norme IFRS 2 sur les stock-options. L'important restera, encore une fois, de comparer ce qui est comparable, sans introduire de segmentations artificielles de l'activité.

Que penser des évolutions institutionnelles autour de l'IASB ?

Vu de loin, on a l'impression que ce processus implique beaucoup de « technocrates » et pas suffisamment de praticiens. Mais d'une certaine manière, nous en sommes tous un peu responsables :

sans aucun doute, il revient aux professionnels de s'impliquer plus dans le processus de fabrication des normes, et plus en amont.

A force d'externaliser la réflexion sur ces sujets, nous courons le risque de nous en retrouver dépossédés. Aucun des participants à ce débat ne devrait se défaire de ses responsabilités.

Comment se passera la transition ?

Chacun a son rôle à jouer pour que toute cette affaire se traduise par un renforcement de la confiance. Certaines entreprises chercheront sûrement à détourner l'attention... c'est pourquoi les opérateurs sur les marchés doivent faire preuve d'une vigilance particulière pendant la phase de transition. Pour cela, les différents acteurs doivent se parler entre eux, plus qu'ils n'en ont l'habitude – particulièrement en France.

Certains thèmes doivent encore faire l'objet de réflexions complémentaires, y compris au niveau théorique, en associant la recherche universitaire par exemple : je pense notamment aux passifs d'assurance. Mais les normes ne peuvent pas remplacer l'exercice par chacun de son sens critique et de sa capacité d'analyse. Aucune règle universelle, si bien conçue soit-elle, ne doit remplacer la faculté de jugement sur des situations qui sont toutes différentes. Vouloir appliquer le « principe de précaution » à l'analyse financière est tentant, mais insuffisant.

Gérard Augustin-Normand est président de Richelieu Finance.

Propos recueillis par Carlos Pardo et Nicolas Véron

Le point de vue d'un « gérant de gérants »

Entretien avec Antoine de Salins

Quelle organisation le Fonds de Réserve des Retraites (FRR) a-t-il retenue pour investir les fonds qui lui sont confiés ?

Le FRR est un « gérant de gérants ». Il pilote lui-même l'allocation de ses capitaux entre différentes classes d'actifs, sur un plan à la fois stratégique et tactique, à partir du benchmark stratégique qui a été défini par son Conseil de surveillance (55% en actions et 45% en obligations). En revanche, la sélection de valeurs à l'intérieur des douze classe d'actifs qui composent la structure de portefeuille du Fonds (le « *stock-picking* »), fondée sur des mandats spécialisés, est entièrement déléguée à des gérants sélectionnés dans le cadre de nos appels d'offres : 27 mandats actifs et 11 mandats *back-up* ont été ainsi sélectionnés en 2004, et la taille moyenne des mandats est de 600 millions d'euros. Le Conseil de surveillance a fixé au Directoire du Fonds une enveloppe de risque, qui se décompose en deux volets. La première est allouée aux gérants et se décline classe d'actifs par classe d'actifs, en fonction de leurs caractéristiques propres ; les mandats passifs ont un budget de risque très faible, les mandats actifs doivent avoir une plus grande latitude pour faire leurs « paris ». La seconde partie de l'enveloppe globale de risque est celle du Directoire, pour la gestion de l'allocation tactique dont il a la responsabilité. Ce dernier assure aussi le pilotage global de ce budget de risque pour vérifier qu'il reste bien dans les limites fixées par le Conseil de surveillance.

Deux raisons principales expliquent la délégation de la sélection de valeurs à des gérants: d'une part, le besoin de recourir à des compétences techniques pointues sur un portefeuille très diversifié et international, qu'il serait coûteux de rassembler en interne ; d'autre part, la volonté des pouvoirs publics de placer le FRR dans une position de « blind trust ». Il n'en reste pas moins que la responsabilité du Conseil de surveillance et du Directoire du Fonds est essentielle : des travaux universitaires de référence ont établi que dans ce métier, environ 70% de la création de valeur résulte des choix d'allocation stratégique, 20% de l'allocation tactique et seulement 10% du « *stock-picking* ».

L'an prochain, le FRR dépassera les 23 milliards d'euros d'actifs sous gestion, ce qui le placera dans la demi-douzaine des plus gros acteurs en Europe. L'activation des portefeuilles a bien débuté. Elle tient naturellement compte des évolutions des marchés financiers.

Dans quelle mesure le FRR est-il affecté par l'avènement des IFRS ?

Nous sommes attentifs à l'évolution des normes comptables, au même titre qu'à toute modification de l'environnement économique, financier, prudentiel, réglementaire, qui peut avoir un impact sur les choix d'allocation stratégique, la gestion de l'allocation tactique et la qualité des processus d'investissement que nos gérants mettent en œuvre et sur la base desquels nous les avons sélectionnés. A titre personnel, j'avais déjà eu une expérience précoce de l'importance de la normalisation comptable lorsque, en poste à Bruxelles, j'avais participé à la négociation de la directive sur la comptabilité de l'assurance en 1991-92. Les effets économiques des choix de normes comptables, et plus particulièrement – déjà – du principe de la « juste valeur », étaient très présents dans cette discussion.

Il est évident que l'impact relatif des changements de normes dépend des types d'actifs, mais aussi des *process* d'investissement. Dans notre vision, un équilibre doit être maintenu entre différents *process*, afin de diversifier les risques. La gestion active est dominante au FRR, à hauteur des trois-quarts du portefeuille investi. Le reste est passif (mandats indiciaires qui répliquent précisément l'évolution des benchmarks retenus). Les mandats actifs se classent dans deux familles principales avec toutes les nuances du spectre car ces deux composantes peuvent se marier : l'une *bottom-up*, avec des schémas d'analyse financière traditionnelle ou « fondamentale » ; l'autre *top-down*, avec des méthodes plus quantitatives et automatisées pour le choix des valeurs. La première est a priori plus sensible à l'effet

des changements de normes comptables sur la lisibilité et la comparabilité de l'information financière publiée par les entreprises. Dans ce cadre, nos préoccupations sont les mêmes que pour bien d'autres investisseurs : la comparabilité (par exemple, nous considérons les actions de la zone euro comme une unique classe d'actifs, sans sous-compartiments nationaux) ; la qualité et la transparence de l'information ; la qualité des audits et de la gouvernance. A ce dernier titre, il ne faudrait pas que les évolutions des normes comptables aboutissent à brouiller la fonction de certification des comptes, en transformant les auditeurs en évaluateurs d'actifs.

L'adoption des IFRS crée-t-elle des risques spécifiques ?

Tout d'abord, il faut rappeler que si cette adoption se traduit effectivement par une amélioration de la qualité et de la comparabilité des comptes des entreprises sur une base internationale, les investisseurs ne peuvent que s'en réjouir. Les risques sont de deux ordres : La transition vers les nouvelles normes peut créer un « bruit » conjoncturel, à la fois en termes d'analyse financière, d'évaluation des actifs, et de rôle des auditeurs. C'est le prix du changement de paradigme. Des effets de « bruit » plus structurels ne sont pas non plus à exclure, même s'il est très difficile aujourd'hui de les identifier et d'en évaluer l'ampleur tant ce type de réforme relève d'un « art de l'exécution ». Comme je l'ai indiqué, le FRR affecte à chacun de ses gérants un « budget de risque correspondant à une espérance de surperformance, et nous suivons avec attention sa « consommation » au fil du temps.

L'adoption des IFRS pourrait rendre les gérants temporairement plus « frileux » et les inciter à limiter leur prise de risque pendant un certain temps ; or nous souhaitons que le « budget de risque » soit effectivement consommé, afin d'atteindre nos objectifs d'optimisation de la performance. Il n'est pas non plus exclu que le contexte des premières étapes de mise en œuvre des nouvelles normes conduise les gérants à modifier certaines caractéristiques de leurs processus d'investissement. Nous aurons le devoir d'être très attentifs.

Cela étant, ces enjeux ne doivent pas non plus être dramatisés : notre exposition à de tels risques est limitée par notre degré élevé de diversification, en termes à la fois de distribution internationale de nos actifs et de variété des processus de gestion.

Le FRR a-t-il recours à une approche « mark-to-market » pour sa propre valorisation ?

Oui, en dépit des arguments contre ce choix qui ont pu parfois être soulevés dans la mesure où nos investissements sont explicitement à long terme : le FRR n'a pas de contrainte de passif et une approche « liquidative » n'apparaît donc pas *a priori* pertinente. Mais en tout état de cause, une évaluation au coût historique n'aurait pas dispensé le FRR d'enregistrer ses moins-values potentielles mais aurait interdit la prise en compte des plus-values : cela aurait peu à peu eu pour effet de priver nos comptes de toute signification pertinente. Le recours au *mark-to-market* est donc, par défaut, la meilleure méthode. Cela étant, nous avons à cœur d'en corriger les effets déformants potentiels par une communication appropriée, qui devra replacer les inévitables fluctuations de valeur à court terme dans le contexte de notre horizon d'investissement long.

Antoine de Salins est membre du Directoire du Fonds de Réserve des Retraites.

Propos recueillis par Carlos Pardo et Nicolas Véron

Oui à la normalisation, mais gare à la confusion

Michèle Jardin, Stéphane Taillepiéd, Jean Médecin (CFA), Séverine Deval, Ibra Wane

Jugement général sur le processus en cours

Le basculement au 1^{er} janvier 2005 apparaît comme la solution la plus souhaitable, pour des raisons de comparabilité, de modernisation de certaines normes dans le contexte « post-Enron » (problème de comptabilisation des instruments dérivés) et de réduction du pouvoir discrétionnaire laissé aux dirigeants (multiplication des scandales boursiers après l'éclatement de la « bulle technologique »).

Les inconvénients de l'opération résident dans la non finalisation de tous les référentiels comptables (IAS 39 notamment pour les établissements financiers), le maintien du libre arbitre des régulateurs nationaux (pas de régulateur boursier paneuropéen), l'augmentation prévisible de la volatilité (à la fois au bilan et dans le compte de résultats), la persistance de nombreux régimes optionnels (IAS 32), les interrogations liées aux méthodologies retenues par les comptables / évaluateurs (auront-ils la compétence nécessaire à l'instant t ?) et la moindre représentativité des résultats (perçus désormais comme une résultante de la variation de fonds propres).

Les investisseurs attendent un régulateur unique, une limite plus stricte dans l'utilisation des systèmes optionnels et des éléments calculés, le maintien d'une dichotomie entre les approches bilancielles (mesure des actifs) d'une part et fondées sur le compte de résultat (mesure des flux) d'autre part, une certaine insensibilité vis à vis des mouvements de taux d'intérêt et de marchés et une préservation des intérêts économiques (pérennité du principe de couverture de change, de taux, de flux etc.).

Le caractère critiquable de la notion de *fair value* (approche discrétionnaire en cas d'absence de référence de marché) et l'absence de véritables normes transnationales (la comparabilité réelle ne sera effective, au mieux, qu'à long terme) constituent selon nous les principaux risques associés à l'adoption des nouvelles normes IFRS.

Pertinence de l'information comptable et financière

L'adoption des normes IFRS, avec la généralisation de la *fair value* calculée sur le principe d'actualisation de *cash flows* futurs, vise à améliorer l'information prévisionnelle donnée à la fois aux créanciers, sur le principe que la valorisation optimale d'un bilan est relative à sa mobilisation immédiate, et aux investisseurs, réputés plus sensibles à la réalité « économique » qu'à la réalité juridique ou fiscale.

En tant qu'analystes financiers, nous constatons que les normes IFRS sont fortement influencées par l'US GAAP et, de ce fait, marquent une volonté forte de rapprocher comptabilité et finance. Par rapport à cette philosophie générale, nous voyons plusieurs points critiquables :

- une approche reposant en premier lieu sur des règles plutôt que sur des principes (*cf.* affaire Enron).
- l'excès de confiance dans l'étendue de l'uniformisation comptable : certaines méthodes restent à l'initiative de la société et certaines options seront arbitrées par les différents régulateurs nationaux ;
- la perte d'informations concernant l'historique : la « mémoire » du marché va disparaître avec l'adoption du nouveau référentiel comptable IFRS et, avec elle, de nombreux repères permettant de comparer les titres des sociétés cotées ;

La volonté de rapprocher les bilans comptables des bilans financiers conduit à mettre en avant l'approche patrimoniale auprès des investisseurs : la réévaluation des actifs et des passifs d'une société

en vue de déterminer sa valeur pourrait ainsi éclipser son évaluation au travers des flux générés par l'exploitation. La question clé reste à savoir si le processus de formalisation du tri entre résultat récurrent et résultat exceptionnel (répartis sur l'exploitation, le financement, les impôts et les activités abandonnées), ainsi que le suivi du bilan en valeur de marché opéré par les sociétés et les évaluateurs, ne modifieront pas l'objectivité et l'horizon d'investissement des analystes financiers. Il convient aussi de s'interroger sur la détermination de nouveaux référentiels pour opérer ce tri et cette réévaluation. De ce point de vue, il nous semble essentiel de préserver et de développer le rôle de l'annexe dans les états financiers, car, pour l'analyste, ce n'est pas tant le résultat qui importe que la façon dont celui-ci est construit. En particulier, l'annexe doit permettre à l'analyste de comprendre et de juger les ajustements opérés afin, si besoin est, de les modifier.

Champ de la « juste valeur »

L'attrait de la juste valeur est lié à son caractère (i) prédictif puisqu'elle repose sur l'évaluation des flux futurs de trésorerie escomptés, (ii) exhaustif dans la mesure de performance (produits dérivés / produits sous jacents) et (iii) *a priori* objectif (référence à des données « observables » de marché).

L'utilisation de la juste valeur n'est pas sans poser des problèmes parmi lesquels :

- une volatilité accrue du résultat et des fonds propres, le long terme (principe de prudence) étant sacrifié au profit du court terme, ce qui peut déboucher sur une déconnexion vis à vis de la réalité économique au plan micro-économique (notamment dans la comptabilisation des instruments financiers) et peut-être sur un changement comportemental des créanciers et des investisseurs (au plan macro-économique) en renforçant le caractère procyclique des tendances de marché : plus les bilans se dégradent à l'instant t , plus le crédit sera cher en $t + 1$;
- des modalités pratiques de mise en œuvre rendues difficiles en l'absence de données « objectives » de marché (recours à des modèles « internes »), ce qui soulève la question de savoir comment les comptables, dont la tâche première n'est pas de valoriser des entreprises, vont pouvoir s'acquitter de cette fonction. Eventuellement, des formations complémentaires devraient pouvoir être imposées.

La frontière entre comptabilité et analyse financière se trouve brouillée : il n'est pas évident que les deux parties soient mutuellement gagnantes. Il est probable que les analystes financiers aient à jouer un rôle critique vis-à-vis de la nouvelle fonction d'évaluateurs, qui sera exercée de fait par les comptables.

La notion de juste valeur aura probablement peu ou pas d'impact pour les analystes financiers lorsqu'elle sera appliquée à des éléments dont la valorisation est fortement fluctuante (*cf* les déboires récents des opérateurs quasi-publics *Fannie Mae* et *Freddie Mac* aux Etats Unis), ou qui n'ont pas vocation à rester au bilan de l'entreprise (cas d'instruments financiers de court terme).

Impact indirect des nouvelles normes sur les comportements des acteurs économiques

Les nouvelles normes comptables auront une incidence sur la communication des émetteurs (fonction d'éducation du marché et harmonisation progressive du niveau de « *disclosure* ») et leurs choix d'investissements. On peut ainsi supposer que l'obligation de comptabiliser le coût des stock-options entraînera une modification des règles d'attribution de celles-ci ; de même, l'activation de la R&D pourrait déboucher sur une reprise des investissements « internes ».

Il est probable qu'on assiste à un renforcement de la concentration des émetteurs / investisseurs sur des objectifs de court terme : généralisation des comptes trimestriels avec des *guidances* trimestrielles, devoir d'explication face à la volatilité de ces mêmes comptes trimestriels, difficulté à différencier une volatilité « opérationnelle » par rapport à une volatilité « patrimoniale ».

La perte de repères historiques, au moins dans un premier temps, associée à une plus grande volatilité des résultats, pourraient déboucher sur une accentuation de la volatilité des cours boursiers. Celle-ci

serait la conséquence logique du processus de « marchandisation » des bilans des agents économiques entamé au début des années 80.

Plus généralement, la forte sensibilité des établissements financiers aux fluctuations de taux d'intérêt pourrait les amener à réduire fortement leurs expositions à taux fixe, en offrant des crédits à taux variable. Dès lors, les fluctuations de taux seraient plus directement ressenties par les ménages et les entreprises, qui sont pourtant moins à même de les supporter et de les comprendre. Ceci pourrait correspondre à une poursuite du processus qui vise à reporter les risques sur les intervenants non financiers, à travers l'adoption des nouvelles normes comptables.

Phase de transition

La bascule entre l'ancien et le nouveau système le 1^{er} janvier pourrait entraîner un pic de stress lié à la perte des repères historiques (un an seulement de retraitement des comptes), la relative imprévisibilité des changements (beaucoup de sociétés reconnaissent « ne pas être prêtes »), la méconnaissance de certaines méthodes (certains référentiels ne sont pas finalisés) et l'amplitude des variations des grands agrégats (fonds propres notamment).

Un autre aspect du problème, généralement moins commenté, provient de la nature des différences qui peuvent être :

- définitives (suppression du goodwill), ce qui amène légitimement tous les analystes externes (*buy side* et *sell side*) à retenir les nouvelles normes (convergence des retraitements),
- ou transitoires (IAS 38 sur les incorporels qui permet la capitalisation et l'amortissement d'une partie de la R&D), ce qui pousse les analystes à un retraitement partiel des comptes de façon à neutraliser l'impact des différences transitoires au niveau de la marge opérationnelle.

Certains secteurs ont déjà adopté les normes IFRS. L'expérience récente (mais ponctuelle) démontre, rétrospectivement, peu ou pas d'effets durables des changements comptables sur les cours de bourse des constructeurs automobiles (mouvements effectués en 2002-2003) : cette « neutralité » boursière est peut-être liée au fait qu'*ex ante*, cette peur du *big bang* avait été surmédiatisée (et bien appréhendée) par les analystes *sell side*. On peut reconnaître *a posteriori* l'efficacité de la communication financière des grands constructeurs automobiles à ce titre.

En l'absence probable de retraitements dans les bases de données quantitatives (rupture dans la chaîne d'informations comptables), les investisseurs vont se reposer dans un premier temps sur le résultat net et le résultat récurrent tel que déterminé par les nouvelles normes. Ce n'est que dans un second temps, après généralisation de « filtres méthodologiques », qu'émergeront des résultats « normatifs » après acceptation, par les analystes financiers, de retraitements « de place ».

Processus d'élaboration, de révision et de validation des normes

Il nous semble que l'influence de l'US GAAP demeure prépondérante en matière d'informations comptables et financières, avec une conséquence potentiellement néfaste : un horizon d'investissement de plus en plus « court-termiste » imposé aux investisseurs.

Une consultation préalable des analystes *buy side* et *sell side* par l'IASB avant toute modification substantielle de normes « institutionnelles » aurait été souhaitable avant implémentation.

Contribution des normes à la confiance des investisseurs

L'adoption des nouvelles normes comptables est incontestablement une avancée significative dans le rétablissement de la confiance des investisseurs vis à vis de l'information comptable, en dépit d'une logique économique incomplètement respectée – dans la reconnaissance du chiffre d'affaires par exemple – et d'une généralisation du principe de *fair value* (dont le caractère est parfois contestable).

Néanmoins, une phase d'appropriation et d'acceptation des nouvelles méthodes comptables sera nécessaire pour passer d'une philosophie reposant sur le principe de prudence et d'image fidèle à une comptabilité plus prospective (abandon progressif du coût historique), donc nécessairement plus subjective et plus complexe.

C'est pourquoi le rôle de la communication financière des sociétés cotées sera déterminant pour expliquer, justifier et clarifier un certain nombre de choix méthodologiques spécifiques. On peut s'attendre à l'apparition de phénomènes de décote ou de prime boursière liée à la qualité non seulement de l'information, mais aussi de la communication comptable.

A travers cette nouvelle culture comptable, les investisseurs ne font qu'accompagner et valider le principe de « financiarisation » des économies réelles initié depuis une vingtaine d'années.

Michèle Jardin, Stéphane Taillepié, Jean Médecin (CFA), Séverine Deval et Ibra Wane travaillent au sein de Crédit Agricole Asset Management.

L'adoption des IFRS au prisme de l'analyse fondamentale

Entretien avec Marcel Nicolai, Denis Faller & Philippe Chaumel

Que va changer l'adoption des IFRS ?

Le changement de conventions comptables, en tant que tel, n'a pas d'effet pour l'analyste ou l'investisseur qui fondent leur stratégie sur une analyse fondamentale. Ce qui compte, c'est l'information elle-même (la transparence), pas le « packaging » (les normes) dans lequel elle est délivrée au marché. Même les règles qui ont le plus d'impact apparent, comme celles sur la consolidation ou le traitement des *goodwills*, ne sont pas réellement importantes du point de vue d'une analyse bien menée. Dès lors que l'information est disponible, l'investisseur doit être capable de se former sa propre opinion sur la valeur des actifs.

Dans cette optique, la question clé est de savoir si les IFRS vont apporter plus ou moins de transparence, par rapport à la situation actuelle. Il y a de quoi être un peu inquiet. Par exemple, il peut être contre-productif de modifier le traitement comptable des instruments de couverture si on ne connaît pas les éléments couverts. Il est vrai aussi que la situation précédente, où virtuellement aucune information n'était fournie sur ces aspects, n'était guère idéale non plus.

Cela est particulièrement le cas pour les entreprises financières. Aujourd'hui, les assureurs parlent fort peu de leurs *puts* et *calls* dans leur portefeuille obligataire. Si on en sait plus à l'avenir grâce aux IFRS, ce sera une bonne chose. Dans ce domaine, beaucoup d'informations clés ne sont pas encore suffisamment disponibles, et le slogan « trop d'information tue l'information » ne devrait pas s'y appliquer.

Quelles sont vos principales sources d'information sur cette transition ?

Les *brokers* restent une source essentielle pour les gérants. Ils commencent à investir dans la familiarisation aux IFRS, à organiser des réunions avec des firmes d'audit... Du côté des émetteurs en revanche, les efforts sont très variables. Globalement, il reste difficile aujourd'hui d'avoir une vision claire.

Il ne faut cependant pas négliger les progrès considérables de la communication financière des entreprises depuis une décennie. Certains émetteurs, y compris parmi les plus gros, pouvaient jadis se permettre de donner très peu d'informations au marché. Ce n'est plus possible aujourd'hui.

Cela étant, le changement de normes devrait avoir une influence limitée sur la formation des valeurs de marché : c'est un changement de conventions qui n'affecte pas la réalité économique des activités. Dans ce débat, il est essentiel de ne pas sous-estimer les capacités d'anticipation du marché. Le marché décode les fondamentaux bien mieux que chaque analyste pris individuellement, il est en quelque sorte plus « intelligent » collectivement que la plupart de ses participants.

Prenez une entreprise comme Schneider dans les années 1990 : dans leurs notes, les analystes britanniques ne voulaient pas retraiter l'amortissement du *goodwill*, qui n'existait pas dans leurs normes nationales à l'époque, et recommandaient la vente sur la base de résultats qui leurs semblaient trop bas ; cela n'a pas empêché l'action de fortement progresser. De même, l'action L'Oréal n'a pas baissé au 1^{er} semestre 2004 malgré l'effet de la déconsolidation de Sanofi. Le marché suit les analyses les plus pertinentes car il intègre toutes les informations disponibles—même s'il lui arrive aussi de se tromper.

Vous semblez accorder très peu d'influence aux méthodes quantitatives dans la formation des prix de marché...

Nous parlons d'expérience : malgré les apparences, les raisonnements basés sur des PER ou des calculs de ROE ont peu d'incidence sur les cours. En réalité, le marché regarde les *cash-flows* bien

plus que les résultats nets. Si les intensités capitalistiques sont différentes d'une entreprise à l'autre alors il n'y a aucune raison d'appliquer le même P/E, et le marché le sait. La frange « suiviste » du monde de l'investissement est très vaste, mais ce n'est pas cette frange-là qui forme les prix. L'analyse fondamentale a une influence nettement plus importante.

Encore une fois, ce qui est important dans les normes, c'est la transparence sur l'information elle-même, et pas la manière dont les soldes de gestion sont calculés. Par exemple, dans la grande distribution les frais d'ouverture des magasins sont comptabilisés différemment d'une enseigne à l'autre, parfois en exceptionnels, parfois en amortissements sur trois ans, et parfois en charges d'exploitation, sans que les émetteurs précisent toujours clairement la méthode utilisée... Si les normes permettaient d'unifier ces pratiques cela devrait faciliter le travail sur les valorisations. En revanche, le fait d'amortir ou non le *goodwill* a une grosse incidence sur le résultat mais pas sur l'évaluation de l'entreprise à condition que les méthodes comptables soient claires.

L'un des principaux apports des IFRS de ce point de vue sera l'enrichissement des données disponibles sur les politiques de couverture : un certain nombre d'entreprises françaises, par exemple en 2003, ont généré une partie significative de leur résultat net par leurs opérations de change, sans forcément le dire au marché. Il y a fort à parier, par exemple, qu'en forçant les entreprises à intégrer dans leurs résultats la valeur de marché des instruments de couverture, ces dernières, pour permettre aux analystes de retraiter donneront effectivement ces positions de couverture mais aussi les expositions que ces instruments sont censés couvrir. Les IFRS représenteront donc un progrès. De même sur l'information sectorielle : les informations deviendront plus précises sans pour autant que cela pose un gros problème de veille concurrentielle, car même avec IAS 14 les informations publiques seront encore trop englobantes pour être vraiment utiles aux concurrents.

Quant à l'impact de la transition en termes de rupture des séries de données, là encore il ne faut pas dramatiser. L'information sous-jacente reste disponible après 2005 comme avant, et les retraitements opérés par les bons analystes doivent permettre de rétablir la continuité... La rupture dans la série des bénéfices nets comptables a peu d'importance de ce point de vue.

Sur un autre plan, que penser des évolutions institutionnelles résultant de la relation entre l'Union européenne et l'IASB et de la convergence entre IFRS et US GAAP ?

Même si le fait de disposer de normes uniformes présente incontestablement des avantages, d'un autre côté la disparition progressive de la « concurrence réglementaire » entre systèmes de normalisation risque de nuire à l'innovation et à l'adaptabilité des normes. Le débat sur le *goodwill*, par exemple, illustre ce point. L'uniformité des règles risque de nous laisser nous assoupir face à certains thèmes de réflexion importants, alors qu'une situation plus compétitive pousserait les normalisateurs à être plus réactifs.

En France, plus particulièrement, nous avons beaucoup d'efforts à faire pour anticiper ces thèmes et aussi pour développer une relation plus coopérative avec les pouvoirs publics, à tous les niveaux de décision. De ce point de vue, la comparaison avec nos homologues sur d'autres grandes places financières internationales peut nous permettre de progresser.

Marcel Nicolai, Denis Faller & Philippe Chaumel sont membres de l'équipe de Rothschild Gestion.

Propos recueillis par Carlos Pardo et Nicolas Véron

L'impact sur l'actionnariat salarié

Laure Delahousse

En France, l'actionnariat salarié représente environ 35 milliards d'actifs en Fonds Communs de Placement d'Entreprise et près de 6 millions d'actionnaires.

La plupart des opérations s'inscrivent dans un dispositif d'épargne salariale. Les entreprises procèdent à des augmentations de capital réservées à leurs salariés en prévoyant des incitations propres à l'épargne salariale : décote et, éventuellement, abondement de l'entreprise.

Les actions sont généralement logées dans un Fonds Commun de Placement d'Entreprise du plan d'épargne où elles sont bloquées 5 ans au moins. En contrepartie du blocage, les salariés bénéficient d'une décote de 20%, voire de 30% en cas de blocage sur 10 ans.

Jusqu'à aujourd'hui l'impact de la décote ne passait pas comptablement par le compte de résultat de l'entreprise. Il venait en déduction des capitaux propres de l'entreprise. Les nouvelles normes comptables prévoient, semble-t-il, que cette décote devra passer par le compte de résultat de l'entreprise et être considérée comme une charge.

Cet affichage d'une charge nouvelle va venir réduire le résultat net. Le ratio Résultat net/Capitaux propres, surveillé de près par les investisseurs, va donc être réduit. Dans les opérations d'actionnariat "à effet de levier" (qui ont assuré le succès du nombre de prestations et d'ouverture du capital aux salariés d'entreprises privées), ce ratio peut être réduit de 0,5%, ce qui est considérable dans des entreprises où il atteint 5% par exemple.

Beaucoup d'entreprises hésitent donc à relancer de nouvelles augmentations de capital réservées à leurs salariés.

Il y a pourtant une vraie logique à accorder une décote aux salariés : elle est la contrepartie du blocage de 5 ans. La non-liquidité de ces titres justifie que le prix proposé soit inférieur au prix de marché. La décote représente le prix de l'illiquidité des titres et n'est donc pas un avantage donné aux salariés. Leur valeur réelle est bien la valeur de marché décotée.

Enfin, si la décote justifiée par le blocage était estimée à moins de 20%, par exemple à 15%, il faudrait que la charge résiduelle soit déductible du bénéfice. Pour inciter les entreprises à poursuivre leur politique d'actionnariat salarié, on pourrait aussi alléger le coût pour l'entreprise en créant une provision déductible (du type provision pour investissement) proportionnelle à la charge représentée par la décote accordée aux salariés.

Les augmentations de capital réservées aux salariés ont déjà été freinées par la chute brutale des marchés financiers en 2001. Alors que les marchés semblent aujourd'hui stabilisés, il ne faudrait pas que les nouvelles normes comptables applicables à la décote remettent en cause les opérations d'actionnariat salarié prévues pour 2005 et pour les années suivantes.

Laure Delahousse est directrice Epargne Salariale au sein de l'Association française de la gestion financière (AFG).

L'impact du passage aux normes IFRS pour les sociétés de gestion

Mark Sinsheimer, CFA

La transition en 2005 aux normes IFRS constitue un événement aux conséquences bien plus vastes que les récents passages à l'euro ou à l'an 2000. Peut-être parce que les inquiétudes apparues lors de ces deux événements sont rétrospectivement apparues surfaites, il semble que la modification du référentiel de normes comptables et d'informations financières n'entraîne pas du tout le même niveau de mobilisation. De fait, la raison de cette relative impréparation doit probablement être trouvée dans la faiblesse de la communication à l'exception des éléments les plus controversés. Ainsi, le sentiment que les normes les plus perturbantes pourraient être refusées ou amendées a probablement induit une attitude attentiste de certains acteurs.

Dans ce contexte, il est permis de s'interroger sur la préparation des sociétés de gestion aux bouleversements qui seront engendrés par le passage aux normes IFRS. D'autant que les analystes financiers en général et les sociétés de gestion en particulier n'ont que peu participé au travail d'élaboration de ces normes. Il semblerait donc que les sociétés de gestion ne se sentent paradoxalement pas immédiatement concernées par le passage aux normes IFRS alors que ces normes ont été élaborées avec pour souci de servir les investisseurs et que probablement plus que toute autres sociétés elles seront affectées par les conséquences directes et indirectes de ce changement de référentiel.

On se permettra ici de saluer la présente initiative de l'AFG et de la FFSA pour sensibiliser les investisseurs institutionnels aux conséquences du passage aux normes IFRS et à considérer l'événement avec l'importance qu'il mérite dans la mesure où toutes leurs fonctions s'en trouveront considérablement affectées : analyse financière et gestion, gestion administrative et comptable des OPVCM, gestion commerciale, gestion financière, politique salariale. L'objectif de cet article consiste donc à essayer de dresser un inventaire des types d'impacts que le passage aux normes IFRS pourrait avoir sur les sociétés de gestion afin de les intégrer dans la réflexion stratégique.

Impact des normes IFRS sur les processus de gestion

La gestion financière se situe au bout d'une chaîne du chiffre qui part de la direction financière des sociétés et passe par les bureaux d'analyse. Il est clair qu'un changement de paradigme de l'importance que le passage aux normes IFRS doit amener à repenser l'organisation de cette chaîne et le rôle de chacun de ses maillons. La recherche et l'analyse financière peut schématiquement se diviser en deux écoles : l'approche matérialiste, ou « classique », qui cherche à apprécier la qualité des sociétés et leur capacité à générer des bénéfices afin de les valoriser; et l'approche conceptuelle moderne, ou « quantitative », qui cherche à exploiter les données statistiques disponibles sur les actifs financiers afin d'identifier et d'exploiter les rendements associés à certains facteurs.

Les adeptes de l'approche « classique » considèrent que les données comptables brutes ne sauraient suffire en soi mais qu'elles doivent être interprétées, retraitées et analysées afin de découvrir ou interpréter la réalité et ainsi anticiper les cash-flows futurs et valoriser la société. Ces analystes, qui se rencontrent principalement dans les gestions actives peu ou pas « benchmarkées », devraient a priori être conceptuellement préparés à un changement de référentiel comptable dans la mesure où ils pratiquent déjà régulièrement des ajustements. Ils devront toutefois apprendre à tolérer que les bilans des sociétés intègrent dans le cadre de la juste valeur des techniques de DCF appliquées par des comptables moins aguerris qu'eux et opérant dans un cadre plus formalisé. Surtout, ils devront comprendre et apprécier les effets indirects de la modification du cadre comptable sur toutes les fonctions des sociétés qu'ils analysent : politique de croissance externe/interne, politique de financement, politique de rémunération, etc. Ces effets indirects seront probablement évolutifs et leur

suivi sera consommateur de ressources. Enfin, les analystes devront tenir compte des risques de mauvaise communication, voire de risques opérationnels ou d'erreur liés au changement d'autant que ses risques pourraient s'inscrire dans un contexte de grande sensibilité des marchés dans un contexte déstabilisé par la modification de référentiel qui constituerait une occasion de grande lessive des bilans. Ainsi, ces analystes devront-ils se pencher sur le possible impact généralisé du passage aux IFRS par le biais d'une évolution des primes de risques.

Les adeptes de l'approche « quantitative » pourraient être plus affectés dans la mesure où la transition aux normes IFRS entraînera une discontinuité des séries de données sur lesquelles ils ont l'habitude de travailler. En ce qui concerne les données comptables, et en dépit des exigences posées aux émetteurs de communiquer sur la transition, il est probable que le travail de réconciliation sera difficile et aboutira à une appréciation spécifique de la qualité de ces données faute de retraitements au cas par cas. En effet, il est possible que les sociétés considèrent la période comme propice aux nettoyages de bilan et accentuent encore l'ampleur des changements et la difficulté de l'analyse. En ce qui concerne les séries externes fondées sur les prix, leur usage s'appuie sur l'hypothèse que le marché intègre instantanément toute l'information disponible et l'analyse efficacement, ce qui étant données les réserves énoncées semble pour le moins optimiste sur la période à venir.

De nombreuses sociétés de gestion intègrent les deux approches et devront donc veiller à conserver l'équilibre qu'elles avaient construit entre analystes fondamentaux, analystes quantitatifs, spécialiste du contrôle du risque et gérants. Les rôles des différents acteurs pourraient être amenés à évoluer et la qualité des liens reliant les différentes parties prenantes du processus de gestion sera probablement testée. Il importe donc que le directeur de la gestion ait bâti une philosophie de gestion robuste pour pouvoir résister à des conditions de marché qui risquent d'être exceptionnelles.

Il apparaît donc que les sociétés de gestion doivent procéder à un audit de leurs philosophies et processus de gestion afin de les amender et/ou de communiquer avec leurs clients sur leur capacité à contrôler le changement. A titre d'illustration, une analyse de la signification et de la pertinence des styles *value* (faible prix sur actif net essentiellement) et *growth* (forte croissance des bénéficiaires) semble s'imposer étant donné que les méthodologies ainsi que les indices de références sont construits à partir de données comptables dont le mode de calcul et la signification va substantiellement évoluer. Ce processus interne de due diligence semble « seulement » reposer sur une bonne pratique en matière de transparence mais pourrait éventuellement être considéré comme une obligation juridique en fonction des termes des mandats de gestion, du contenu des prospectus et évidemment de l'interprétation qu'en feraient les autorités de tutelle voire les tribunaux.

Impact des normes IFRS sur l'administration des OPCVM

Les normes IFRS auront aussi un impact non négligeable sur les procédures de valorisation des OPCVM si et lorsqu'elles devront être appliquées. La première question est donc celle de l'applicabilité et elle entraîne une réponse nuancée en fonction du pays d'enregistrement, du statut (à compartiment ou nourricier), de la cotation, etc. mais surtout du client dans le cas d'un OPCVM dédié pour un client présentant des comptes consolidés. A plus ou moins long terme, il est envisageable que tous les systèmes comptables évoluent vers les IFRS et donc que l'applicabilité des normes IFRS aux OPCVM soit régulièrement analysée. L'application des normes IFRS aurait des conséquences d'importances variées mais suppose de toutes manières une révision des procédures comme l'illustrent les exemples ci-dessous.

Les normes IFRS définissent le capital de manière plus stricte. Ainsi, le caractère liquide et immédiatement remboursable des OPCVM ouverts fera que les SICAV n'auront plus de capital ; leur statut pourrait ainsi évoluer vers celui des FCP. Si le statut fiscal des SICAV et FCP convergeait lui aussi, une fusion des deux formes françaises d'OPCVM pourrait être envisagée... Une telle évolution entraînerait de nombreuses conséquences organisationnelles pour les sociétés de gestion.

Les processus de *fair valuation* mis en place dans les IFRS pourraient entrer en conflit avec d'autres processus – ironiquement, eux aussi de *fair valuation* - récemment mis en avant comme réponse aux problèmes de dilution de la performance liés aux activités de *market timing*. Les IFRS imposent, en

effet, une valorisation sur les derniers prix offerts (*bid*) et à défaut des procédures normées lorsque certains tests permettent de récuser la validité des informations de marché. Ce principe de prudence, compréhensible dans le cas d'une entreprise, l'est moins dans le cas d'une SICAV qui doit faire face à des risques d'arbitrage contre sa « *fair valuation* réelle » tant à l'achat qu'à la vente. La solution « IFRS » ne correspond pas aux exigences de « *fair valuation* » au moment de la souscription/rachat. Dans sa réponse aux interrogations de l'industrie, l'IASB semble s'orienter vers une dissociation des processus de calcul des valeurs liquidatives et de présentation des rapports annuels. Une telle approche, si son application se confirmait, entraînerait des imprécisions dans le calcul des ratios, un accroissement des coûts administratifs et de certification et un travail assez délicat de communication et de présentation.

Les frais d'établissement de l'OPCVM qui sont habituellement amortis devraient selon les IFRS être passés en charge. Si c'était le cas, cette pratique pourrait disparaître car ces investissements initiaux ne profitaient pas vraiment aux porteurs. Leur passage en charge pouvant entraîner une charge relativement importante pesant sur la performance lorsque le capital investi est faible. Lorsque ce capital initial est porté par la société de gestion (*seed money*), celle-ci pourrait avoir intérêt à assumer directement ces charges sur ces comptes car seule elle pourrait les considérer comme investissement amortissable.

Ces changements sont pour la plupart à la marge et n'entraîneront que de faibles conséquences matérielles. Il conviendra toutefois de vérifier que les plans comptables, les systèmes et les sources d'alimentation ont été correctement paramétrés et que les utilisateurs ont bien été formés. Une attention toute particulière devra être portée sur les fonds à promesse pour lesquels certaines pratiques comptables exceptionnelles ont pu être tolérées dans le passé.

Impact des normes IFRS sur la fonction commerciale des sociétés de gestion

L'activité commerciale des sociétés de gestion sera indirectement mais substantiellement affectée par les modifications apportées aux processus de gestion et à la gestion administrative et comptable. Ainsi, la localisation des gammes et leur cotation pourraient être réexaminées et toutes les documentations commerciales devront intégrer les évolutions exposées plus haut. Par ailleurs, l'utilisation d'OPCVM dédiés par les clients institutionnels devrait aussi être amené à évoluer dès lors qu'ils seront amenés à les consolider. Les OPCVM publics n'appliquant probablement pas les normes IFRS initialement, la pratique des mandats étant désavantageuse sur le plan fiscal, certains clients demanderont à ce que leur OPCVM dédié soit comptabilisé en respectant les nouvelles normes mais la coexistence de deux plans comptables OPCVM entraînera peut être un surcroît de charge en comptabilité analytique pour le segment institutionnels et entreprises et par là une réévaluation de certains choix de politique commerciale sur ces segments à la rentabilité déjà faible.

Chez les clients institutionnels, les normes IFRS devraient contribuer à un mouvement de désaffection des actions à moins que des montages permettant d'en lisser la performance ne soient proposés. Il est ainsi probable que des produits et services d'ALM soit développés par les sociétés de gestion afin de répondre aux nouvelles contraintes issues des normes IFRS.

Il est aussi possible de s'interroger sur les conséquences séculaires des normes IFRS sur les classes d'actifs et sources d'alpha. Le traitement plus contraignant des obligations convertibles et autres titres hybrides pourrait conduire à une simplification des instruments émis et réduire par voie de conséquence l'exploitation d'une prime de complexité par des techniques de gestion appropriée.

Enfin, les nouvelles règles concernant la comptabilisation des instruments dérivés auront probablement une influence sur l'octroi de garanties ou l'application de commissions de surperformance dans la mesure où ces risques ou revenus pouvaient être *hedgés* ou cristallisés plus aisément et plus discrètement dans l'ancien système (*cf* infra). Or, l'application de garanties ou promesses de performance minimale constitue un des facteurs importants sur lequel le dynamisme du marché français de la gestion s'est construit. L'application des IFRS pourrait ainsi venir perturber un peu plus des segments les plus prospères du marché français de la gestion.

Impact des normes IFRS sur la gestion financière et la stratégie

Les sociétés de gestion qui sont fréquemment des filiales consolidées de sociétés cotées seront affectées par le passage aux normes IFRS ainsi que toutes les autres sociétés. Quelques spécificités rendront toutefois ce passage particulièrement intéressant et pourraient entraîner des conséquences importantes sur leur activité et leur organisation. En effet, le bilan des sociétés de gestion est principalement constitué d'immobilisations incorporelles et de *goodwill* et sera particulièrement affecté par leur modification de traitement. Par ailleurs, le traitement de leurs engagements hors-bilan pourrait parfois entraîner quelques complications.

Le régime de comptabilisation initiale puis de réévaluation ou d'amortissement des immobilisations incorporelles devra être envisagé par les sociétés de gestion avec beaucoup d'attention. Si la capitalisation des coûts de développements logiciels ne devrait pas poser de problème, qu'en est-il des coûts de développement dans le domaine de l'analyse financière ou de méthodes quantitatives permettant d'améliorer le processus de gestion? Comment distinguer l'investissement industriel de développement d'une capacité de gestion et les charges opérationnelles de recherche inhérente à l'activité de gestion? Y aurait-il intérêt à faire débiter certaines charges dans le coût de développement système? Par ailleurs, les traitements des frais de restructuration de gamme, des investissements initiaux pour accès à des réseaux de distribution, etc., devront être précisés.

Les sociétés de gestion ont pu usé du traitement parfois avantageux des engagements hors bilans. Elles ont fréquemment accordé des garanties de capital ou de performance et ont parfois couvert certaines commissions de surperformance par la mise en place de stratégies de couverture. Ces opérations devront être intégrées au bilan et être réévaluées si elles ne satisfont pas aux tests de couverture. Par ailleurs, les sociétés de gestion ont fréquemment mis en place des plans de stock options dont le traitement comptable devra être revu en fonction des périmètres des plans, des sous-jacents retenus, etc.

Mais les conséquences les plus importantes affecteront probablement les regroupements. L'interdiction de capitaliser les parts de marché lors des regroupements aboutira à une réévaluation initiale de l'écart d'acquisition et l'interdiction de provisionner les charges de restructuration pourraient rendre les rapprochements délicats. Par ailleurs, la société devra définir ses « unités génératrices de trésorerie » en cohérence avec son mode organisationnel. Ce sera peut-être l'occasion de le réformer. En effet, le point le plus sensible sera l'obligation de déprécier le *goodwill* en fonction de l'évolution de la valeur d'utilité de l'acquisition calculée sur la base de ses *cash flows* actualisés. Le calcul de ces cash-flows sera notamment sensible au niveau et à l'évolution anticipée des marchés financiers, aux hypothèses de collecte/croissance de parts de marché et au taux d'actualisation qui devra intégrer le Bêta a priori élevé de la société de gestion. Ainsi, des conditions de marché adverses pourraient entraîner une dépréciation des actifs immobilisés et donc une réduction des fonds propres au moment même où ils seraient les plus utiles afin de satisfaire aux ratios réglementaires.

A ces diverses complications pourraient s'ajouter une certaine frustration de ne pouvoir librement utiliser des instruments de couverture économiquement appropriés. En effet, la classification des instruments dérivés à fin de couverture ayant une définition relativement étroite dans les IFRS, il sera souvent difficile de justifier de pratiques sophistiquées de couverture utilisant des options notamment ou des *proxys* d'actifs. Ainsi, les départements de risk management devront-ils apprendre à composer davantage avec leurs collègues comptables.

En définitive, les sociétés de gestion devraient ressentir les mêmes difficultés que les banques et entreprises dans l'application des normes IFRS qui limitent les moyens de gestion des risques économiques ou de bilan.

Conclusion

Le passage aux normes IFRS constitue un changement de référentiel et de paradigme qui affectera tout particulièrement les sociétés de gestion. Toutefois, leur degré de mobilisation ne semble pas atteindre le niveau atteint par les projets de passage à l'euro ou à l'an 2000. La faiblesse de la communication à

quelques mois de l'échéance, associée au sentiment d'avoir surestimés les risques opérationnels liés aux deux précédents chantiers, constituent probablement les explications principales à cet état d'apparente démobilité.

Il est à présent important et urgent pour les sociétés de gestion d'intégrer l'évolution comptable à leurs réflexions stratégiques sur la chaîne de valeur, la politique de développement et l'allocation des ressources. Quelle est la valeur ajoutée de l'analyse financière Comment la préserver et la communiquer ? Sur quoi se fonde l'analyse quantitative. Quelle est la validité des sources de données et comment assurer la pérennité des processus ? Comment motiver les équipes et s'assurer de leur fidélité ? Comment valoriser au mieux la plate-forme de production ? Comment structurer les gammes domestiques et internationales ? Quel choix de développement adopter entre croissance interne et externe ? Comment mesurer et gérer les risques d'exploitation ? Comment convient-il de segmenter l'activité, d'organiser les participations ? Comment piloter le changement et quelle doit être l'implication de la direction générale ? Enfin, comment communiquer en interne et en externe sur ces changements ? Le futur des sociétés de gestion dépendra pour partie de leur capacité à bien intégrer les considérations liées au changement de référentiel comptable dans leurs réponses à ces questions fondamentales.

Mark Sinsheimer est consultant indépendant auprès de sociétés de gestion.

Un parcours semé d'embûches

Jacques Le Douit

Le basculement d'ensemble des entreprises cotées à une date donnée vers les normes IFRS décidé par l'Europe apparaît être la seule solution possible pour atteindre l'objectif essentiel assigné à l'utilisation des normes internationales : la comparabilité. Les trop nombreuses et importantes différences entre normes nationales au sein de l'Europe constituent un obstacle majeur à une évolution progressive des normes nationales dans un délai acceptable. L'expérience en cours de la convergence IASB/FASB montre que de nombreuses années s'avèreront nécessaires pour assurer la convergence entre seulement deux référentiels qui en outre sont basés sur une culture commune « anglo-saxonne ».

En revanche, on ne peut que regretter que le « *big bang* » comptable européen intervienne dès 2005 pour la très grande majorité des entreprises : certaines entreprises qui n'émettent que des titres de dettes ou qui appliquent les US GAAP (par exemple en Allemagne) ne passeront aux IFRS qu'en 2007. Il aurait été préférable d'accorder le même délai à toutes les entreprises faisant appel public à l'épargne. En effet, le « *big bang* » va se faire sur la base d'un référentiel IFRS loin d'être stabilisé.

Un délai supplémentaire aurait également permis de préparer et tester la mise en œuvre des IFRS. Or le « *big bang* » c'est l'abandon de normes appliquées avec une longue expérience par les entreprises et les auditeurs, et bien connues des utilisateurs des comptes, pour un référentiel totalement nouveau, qui n'a jamais été appliqué dans un espace économique d'importance comparable à celle de l'Europe.

Clairement, plusieurs années de mise en place et de tâtonnements seront nécessaires avant que les états financiers soient bien compris par tous et leur comparabilité assurée de façon satisfaisante. Aucune phase de test n'a été prévue comme préalable à l'application en grandeur réelle. C'est donc à une période de désordres et d'incertitudes à laquelle il va falloir faire face. Or chacun sait que les marchés ont horreur de telles situations. Pire, les attentes en matière de transparence et de progrès de l'information financière risquent d'être fortement insatisfaites.

Pertinence de l'information comptable et financière

L'objectif d'image fidèle repose sur une description restituant l'économie des activités et les décisions du management. Cette description doit rendre compte des horizons de temps et du cycle économique qui caractérisent l'activité. L'information financière ne saurait en conséquence reposer sur des critères identiques et utiliser des indicateurs uniformes.

Par exemple, des activités d'assurance qui sont, par nature, à long terme ne peuvent être décrites de la même façon que des activités d'arbitrage sur des portefeuilles de transactions. De même, un actif financier détenu à long terme par une compagnie d'assurances ne saurait être traité comptablement comme le même actif détenu comme placement de trésorerie par une entreprise industrielle ou commerciale.

Suivant l'IASB, la comparabilité ne peut être acquise qu'au prix de l'uniformité : comparer les comptes d'activités économiques différentes repose sur l'idée que chaque élément au bilan ou chaque transaction, doit être reconnu et évalué sur une base unique, quelle que soit l'activité considérée.

L'information financière n'est pas uniforme. Elle n'est pas non plus unique. L'IASB pose le principe absolu de la prééminence du bilan sur le résultat. En réalité, l'utilisateur des comptes a besoin d'informations non pas alternatives mais complémentaires : informations de type bilan ou « valeur » intégrant des projections de résultats futurs (en assurance l'*embedded value*) ; informations de type résultat mesurant les performances de l'activité écoulée au cours de la période ; enfin informations sur les flux réels (*cash flows*).

Le compte de résultat doit présenter les résultats réalisés (acquis) qui correspondent aux décisions du management. C'est préférablement dans l'annexe que devraient figurer les informations sur les éléments latents (variations exogènes de valeur de marché des actifs notamment).

Par définition, le langage comptable est une convention. Que ce soit la convention IFRS ou une autre n'a pas beaucoup d'importance ; en revanche, lorsque les normes IFRS ne prennent pas en compte les réalités économiques, ceci devient un élément majeur du débat, comme dans l'exemple de l'assurance où il n'est pas démontré, bien au contraire, que les choix de l'IASB, déjà en application pour les actifs et envisagés pour les passifs, répondent à une meilleure information financière des marchés.

Champ de la juste valeur

La juste valeur, définie comme la valeur instantanée de marché, peut constituer une information utile. Cependant, elle ne considère pas l'horizon de détention des éléments ainsi valorisés mais suppose que ceux-ci vont être échangés à tout moment via le marché.

Sous réserve de répondre à la question « quel marché ? » (B to B ou B to C), la juste valeur peut être considérée comme pertinente et ses variations d'une période à l'autre constituer un indicateur valide de la performance réalisée dans des cas particuliers tels que les portefeuilles de transaction. En revanche, lorsque les actifs sont détenus à long terme, la valeur de marché n'a qu'une valeur informative et ses variations ne sauraient constituer la mesure de performance de l'activité.

Ceci est vrai lorsqu'il existe un marché liquide et actif et que la valeur est effectivement donnée par le marché. Dans le cas des éléments d'actif ou de passif ne faisant pas l'objet d'un marché, la juste valeur découle de modèles de valorisation développés en interne par les entreprises. Suivant les hypothèses et les valeurs de paramètres retenus, ces modèles aboutissent à des résultats qui peuvent varier dans des proportions importantes. Il en résulte que ce type de valorisation ne devrait relever que de l'annexe et être accompagnée d'informations sur les hypothèses et les paramètres retenus pour permettre au lecteur de juger la sensibilité et d'effectuer des comparaisons.

L'introduction de la juste valeur pour certains actifs ou passifs dépend du motif et de la durée de détention de tels éléments. Ainsi les actifs immobilisés qui sont « consommés » dans le processus de production ne sauraient être valorisés que sur la base du coût historique. Les informations sur leurs valeurs de marché ne sont pas pertinentes hormis une perspective de cession, (valeur liquidative des éléments isolés), qui implique la valorisation de l'activité.

Impact sur les comportements des acteurs économiques

Les assureurs vont avoir plus de difficultés à remplir leur rôle d'investisseurs à long terme capables d'absorber les à-coups des marchés et d'investir à contre cycle. Ils vont devoir modifier leurs stratégies d'allocation d'actifs pour réduire leur exposition aux risques actions et taux longs ; à l'inverse, seront privilégiés les placements à taux variable et taux fixes courts. L'offre d'assurance évoluera vers des produits transférant les risques financiers sur les assurés.

Cette politique se traduira par de moindres rendements et, en conséquence, par le renchérissement du coût de l'assurance et par un accroissement du coût du capital pour les entreprises. Il s'ensuivra un accès plus difficile aux marchés actions et une volatilité accrue des marchés obligataires où les emprunts d'Etat seront privilégiés par rapport à la dette *corporate*.

Phase de transition

Comme l'ensemble des intervenants, les analystes financiers ont une connaissance relativement superficielle et théorique des IFRS faute d'expérience. Leurs attentes vis à vis des entreprises en sont d'autant plus grandes.

Celles ci vont devoir le plus tôt possible les aider dans leur prise de connaissance du nouveau référentiel en leur apportant une information précise et didactique sur ses impacts. Le risque restera grand néanmoins pendant les premiers temps d'interprétation erronée et d'incapacité à projeter les impacts futurs des IFRS sur les résultats des entreprises. La décote pour risque que subit le cours de bourse des assureurs en sera majorée à l'encontre de ce qu'on attend de la plus grande transparence supposée apportée par les IFRS.

Concernant l'assurance, ces difficultés renforceront la demande des analystes pour une information approfondie sur les *embedded values* et sur les variations de *cash flows* qui seront la bouée de secours pour les analystes au moment où ils ne retrouveront plus dans les comptes leurs repères habituels.

Pour que les analystes puissent utiliser cette information qui leur est utile, les variations de valeurs de marché devront être reportées de telle sorte que les gains et pertes latents soient clairement séparés des plus et moins values réalisées et des analyses renforcées de sensibilité devront accompagner ce type d'information. Les assureurs devront isoler les éléments de volatilité ressortant des nouvelles règles comptables de façon à restituer la vision à long terme de l'entreprise dont ont besoin les investisseurs et permettre à ces derniers de retraiter leurs données et en estimer l'impact sur le coût du capital. L'avantage ira aux sociétés capables de produire une meilleure information sur leur gestion actif-passif, et d'isoler le *mismatch* comptable.

Processus

Le recours aux normes IFRS est la conséquence de l'incapacité européenne à se doter d'un corps de normes européennes spécifique, unique et qui puisse être reconnu au niveau international comme le pendant des US GAAP. C'est parce que sa démarche d'harmonisation a fait long feu que l'Europe s'est tournée vers la normalisation internationale.

Le choix des normes IFRS n'est pas en soi mauvais. Mais il aurait nécessité que l'Europe ait la volonté et se donne les moyens de maîtriser le processus en participant de façon proactive à la production des normes de l'IASB.

L'expérience montre que ces conditions ne sont pas réalisées. Le dispositif du règlement européen et les choix faits au niveau de l'EFRAG ne prévoient rien (en cas de refus d'endossement). Ainsi pour éviter l'impasse, la Commission Européenne a dû en venir au « carving out » d'IAS 39, qui n'a pu être envisagée que comme dépannage provisoire face à l'échéance du 1^{er} janvier 2005.

Une réflexion semble s'imposer sur le dispositif et comment le transformer pour donner les moyens à l'Europe de peser réellement sur l'IASB et de s'assurer que celui-ci prend en compte les enjeux économiques et financiers de ses choix théoriques.

Lorsque les normes sont jugées inadaptées à rendre compte de façon pertinente de la réalité économique, les règlements européens pourraient, par exemple, autoriser la Commission à établir des normes de substitution, amendant ou remplaçant les IFRS concernés avec l'appui de l'EFRAG et des normalisateurs nationaux (Allemagne, France, Royaume-Uni...).

L'IASB pose comme principe que ses normes doivent satisfaire les besoins des investisseurs, pour leur permettre de prendre leurs meilleures décisions d'investissement. Pour s'assurer que ce principe est mis en œuvre, l'IASB s'est jusqu'à présent tourné vers des experts s'exprimant à titre personnel ou n'ayant pas de références européennes et dont la capacité à représenter la communauté des analystes financiers du secteur de l'assurance reste à démontrer. Face à cela, il serait souhaitable que les pouvoirs publics européens réagissent en s'appuyant plus fortement sur les investisseurs et analystes financiers européens ainsi que sur les travaux menés par des organismes tels que l'Association de Genève pour ce qui concerne le secteur de l'assurance.

Jacques Le Douit est directeur au sein du groupe AXA.

Une évolution préoccupante pour les métiers de l'assurance

Antoine Lissowski

La présente contribution répond à un double point de vue : d'abord celui d'un investisseur institutionnel dans l'ensemble des secteurs, mais surtout celui d'un acteur du secteur de l'assurance, à la fois émetteur coté et investisseur institutionnel dans des compagnies d'assurances.

Du point de vue d'un investisseur institutionnel dans tous les secteurs de l'économie, l'application des normes IAS représentera indéniablement un progrès, sous réserve que les options retenues soient homogènes à l'intérieur d'un même secteur (traitement des budgets de recherche, des stock-options, du taux d'endettement, etc.) La convergence des méthodes pourrait même, à terme, entraîner une revalorisation des marchés. En effet, la mise en place d'un référentiel comptable unique en Europe est un élément susceptible d'assurer à terme une plus grande fluidité des marchés actions européens et de faire baisser la prime de risque.

En revanche, du point de vue de l'analyse externe des groupes cotés, l'investisseur est traditionnellement plus intéressé par les flux que par les stocks, c'est-à-dire par le compte de résultat que par le bilan. Or dans leur représentation conceptuelle, les normes IAS partent avant tout du bilan. On peut donc anticiper une certaine hétérogénéité des analyses pendant la phase de prise de connaissance des nouvelles normes et d'identification de leur impact.

Les développements qui suivent présentent plus particulièrement le point de vue d'un acteur du secteur de l'assurance.

Jugement général sur le processus en cours

Tout d'abord, il semble utile de rappeler que le secteur financier devrait être le secteur le plus impacté par ce changement de référentiel.

Du point de vue seul de l'investisseur, l'adoption de ces normes, lorsqu'elle sera complète, est destinée à introduire plus de clarté, de transparence et de cohérence dans la comptabilité des sociétés d'assurance, et faciliter pour les investisseurs la comparaison des performances (rentabilité, solvabilité, etc.) entre les assureurs émetteurs. Toutefois, l'application de ces normes étalée dans le temps avec les phases I puis II posera des problèmes de repère pour les analystes qui devront s'adapter et multiplier leurs efforts pour analyser correctement les comptes.

Plus précisément, les risques associés au basculement au 1^{er} janvier 2005 de l'actif seul paraissent être de deux ordres :

- d'abord, et de manière principale, l'existence d'un décalage entre l'évaluation de l'actif en la valeur de marché (phase I – 1^{er} janvier 2005) et l'évaluation du passif en valeur de marché (phase II – 1^{er} janvier 2007) va créer un « mismatch » non pertinent entre les modes de comptabilisation de l'actif et du passif, ce qui peut entraîner des évolutions significatives du résultat et de la situation nette alors même que le risque de taux aura été correctement couvert.
- la nécessité d'adopter le 1^{er} janvier 2005 un nouveau corps de règles, qui à la date où je vous répons est à peine stabilisé, va laisser peu de temps aux entreprises pour se préparer dans de bonnes conditions.

C'est donc l'existence même d'une phase transitoire qui crée le plus grand risque face à la perception du marché, le décalage entre le passage de l'actif au passif en nouvelles normes, créant un désajustement artificiel. De ce fait, la période transitoire risque de conduire à des comptes moins

lisibles que les comptes actuels, et perçus comme tels par les investisseurs, ce qui ne semblait pas être le souhait du board de l'IASB ni de la Commission Européenne.

C'est cet écho d'inquiétude qui nous parvient de nos interlocuteurs investisseurs, avec un grand nombre de questions comme : l'hétérogénéité de méthodes ne va t-elle pas être accentuée ? le mismatch actif / passif artificiellement créé en phase transitoire ne va t-il pas conduire à une très forte volatilité ? Dans ce cadre peu précis le travail de normalisation ne va t-il pas revenir de fait aux analystes (dans quelle mesure les comptes des principaux assureurs seront-ils comparables ?)

Pertinence de l'information comptable et financière

Le principe d'appréciation de chaque poste du bilan indépendamment de tous les autres risque d'aboutir à un système biaisé. En effet, dans certains cas lorsqu'il y a un lien réel entre les postes du bilan, il est préférable d'en tenir compte. L'ignorer peut conduire à créer des décalages non pertinents qui iront s'imputer sur les capitaux propres.

Pourtant, d'une manière générale, nous savons que la seule approche par le résultat net est insuffisante pour le secteur de l'assurance, et nous considérons comme une clarification l'approche par la juste valeur, dès lors qu'elle est complète et qu'elle concerne concomitamment les engagements et les actifs d'un assureur. Telles qu'elles peuvent être imaginées, les normes applicables à partir de la phase II constitueront donc un progrès pour l'information des investisseurs.

Champ de la juste valeur

L'avantage de la méthode de la juste valeur, lorsqu'elle est appliquée complètement, est de mettre en valeur les véritables ajustements de l'actif et du passif et donc d'accentuer les différences entre les gestionnaires performants et non performants en matière de gestion actif / passif, et l'objectif doit être une « full fair value », c'est-à-dire :

- lien entre l'actif et le passif
- la prise en compte des cash flows prévisionnels, sans bien sûr un plancher artificiel à la valeur de rachat.

A court terme ceci exigera que les sociétés fassent un effort de transparence sur les hypothèses et les sensibilités de leur modèle interne. A moyen terme, il devrait y avoir une certaine uniformisation des méthodes et des indicateurs.

L'autonomie du discours purement comptable risque effectivement de disparaître, mais concernant le secteur de l'assurance ce sera la même évolution favorable qui a prévalu dans la publication de la valeur intrinsèque (embedded value) dont CNP a été l'un des précurseurs en France.

Impact indirect des nouvelles normes sur les comportements économiques

L'adoption des IAS / IFRS va modifier la communication des émetteurs.

Dans la phase transitoire, il est probable que l'existence du mismatch artificiel pour les sociétés d'assurance exposé ci-dessus, conduise à une certaine confusion, et de fait à ce que certains investisseurs se détournent des valeurs d'assurance. Ceci pourrait conduire globalement à une baisse des valeurs d'assurance.

Dans la phase II, la meilleure mesure de l'inadéquation réelle du mismatch actif / passif peut conduire à une augmentation de la volatilité de notre secteur pour les compagnies mal adossées.

Depuis 2001, CNP Assurances a montré sa bonne résistance aux chocs de marchés grâce à sa gestion adéquate de son actif / passif. C'est cette capacité de résistance de son bilan qui lui a valu sa très bonne performance boursière.

Il est ainsi probable que la lecture directe des comptes après la phase II en normes IAS / IFRS reflètera mieux le long terme que ne le fait actuellement le résultat net.

Phase de transition

Comme il a été expliqué ci-dessus, cette phase devrait être excessivement délicate. Les roadshows et les présentations aux analystes devront expliquer le biais du mismatch actif / passif, soit :

- en revenant aux normes antérieures
- en anticipant une méthode cible sur le passif, qui reste à définir.

Processus d'élaboration

Malheureusement la profession des assureurs n'a pas été assez entendue par les régulateurs et, faute d'avoir été sollicitée, la participation des assureurs n'a pas été à la mesure de la détermination européenne à mener ce projet à terme.

Ce contexte a conduit à une mauvaise prise en compte des spécificités de l'assurance vie continentale par l'IASB.

Nous considérons donc que la phase I est dangereuse et doit être adaptée. Que le processus IASB peut être très utile et pertinent pour le secteur de l'assurance, s'il retient la même date d'évaluation en fair value de l'actif et du passif.

Dans ce cadre, et si la norme sur le passif est adaptée, ce travail devrait être bien accueilli par les investisseurs et permettre de discriminer les compagnies qui ont une gestion actif / passif de qualité.

Les équipes de CNP Assurances sont prêtes à se mobiliser dans ce travail de réflexion qui pourrait conduire à l'adoption des normes de qualité au 1^{er} janvier 2007, c'est-à-dire dans un calendrier proche de celui de la norme Solvency II.

Antoine Lissowski est directeur financier de CNP Assurances.

Une étape indispensable vers la transparence des comptes

Franck Ceddaha

Note : ce document a été élaboré par un travail collectif au sein de la Commission comptabilité et analyse financière / Jacques Mériaux de la Société française des analystes financiers (SFAF).

Nous souhaitons à travers cette réponse faire connaître le point de vue des analystes financiers sur le passage aux normes IFRS. Cependant, nous tenons à préciser qu'ils ne prennent pas uniquement en compte la comptabilité des entreprises qu'ils suivent pour former leur jugement. Le management, la stratégie et la connaissance de l'entreprise ont également leur importance. Par ailleurs, le métier de l'analyste n'est pas celui de l'auditeur. Les analystes financiers n'émettent pas un avis sur la crédibilité de l'information. Ce sont des utilisateurs de comptes.

Eléments généraux

Le processus d'adoption des normes IFRS est en cours d'application. A compter du 1^{er} janvier 2005, les comptes consolidés des sociétés cotées au sein de l'Union européenne devront adopter les nouvelles normes IFRS. Cela va impliquer de nombreux changements comptables en France nécessaires à la mise en œuvre d'un marché financier unifié au sein de l'Union européenne. Les normes IFRS répondent ainsi au besoin d'un cadre comptable commun à l'ensemble des pays membres. En effet, depuis les 4^{ème} et 7^{ème} directives européennes, les utilisateurs des comptes déplorent un manque d'unité dans la présentation des états financiers. Dans le domaine comptable, l'Europe est restée trop longtemps divisée et tente aujourd'hui de retrouver son unité à travers l'adoption des nouvelles normes comptables; cette adoption se fait en bloc pour faciliter le passage entre les anciennes et les nouvelles normes comptables.

Le passage aux normes IFRS permettra de mettre fin à des lacunes et des faiblesses qui devenaient inacceptables aujourd'hui en France. Nous pensons plus particulièrement au traitement des engagements de retraite. L'adoption en bloc des normes internationales permettra une meilleure compréhension des comptes, ce que ne permettrait pas une application graduelle des normes IFRS en fonction de leur révision, pouvant ainsi conduire à des évolutions différentes dans chaque pays. Sur le plan pratique, la période de transition envisagée est légitime, ce changement étant annoncé en 1996, décidé en 2001 et effectif en 2005.

Les normes IFRS ont l'avantage de fixer les mêmes règles pour l'ensemble des pays membres de l'Union européenne et de faire disparaître les archaïsmes nationaux. Cependant, l'effet bénéfique des normes internationales est atténué par la norme IFRS 1 qui prévoit des exceptions au principe de retraitements rétrospectif. Toutes les entreprises ne partiront pas de la même base. Aussi, les analystes financiers qui sont les premiers utilisateurs des comptes souffriront-ils temporairement de la période transitoire malgré la volonté de l'IASB de placer au cœur du dispositif les utilisateurs des états financiers.

Malgré tout, le gérant de portefeuille et l'analyste financier qui ont une exposition européenne, bénéficieront d'une meilleure lisibilité des comptes. L'adoption de normes internationales est donc indispensable dans le contexte économique actuel.

Les normes IFRS, si elles génèrent des avantages, ne sont pas exemptes d'inconvénients. En effet, l'IASB définit souvent des règles générales loin des corpus nationaux. Les textes précis en termes de concepts ne le sont pas toujours en termes d'application. Ainsi, on constate pour les entreprises appliquant les normes IFRS que les présentations des comptes diffèrent d'un pays à un autre. Fondamentalement, les comptes seront établis dans le même esprit dans tous les pays de l'Union européenne mais des différences d'application restent possibles.

A ce titre, le cadre conceptuel de l'IASB soulève certaines difficultés et notamment sa préface qui indique que les états financiers seront préparés selon la méthode du coût historique mais autorise l'utilisation d'autres méthodes si celles-ci sont mieux adaptées. Le débat central coût historique/juste valeur doit être définitivement clarifié avant l'entrée en vigueur du nouveau dispositif comptable. Cette absence de conclusion n'est pas sans poser des problèmes.

L'IASB définit l'actif et le passif puis en déduit les charges et les produits mais ne conclut pas sur la notion de profit. Pour les investisseurs, cette démarche n'est pas satisfaisante puisque l'une de leurs principales préoccupations est de savoir quels sont les véritables profits générés par les entreprises dans un contexte où chaque entreprise est libre de retenir, pour sa communication avec le marché, la ligne du compte de résultat de son choix.

Dans ce contexte, le passage aux normes IFRS devrait conduire à des pertes de repères. Les utilisateurs de comptes devront donc faire la distinction entre communication financière et concepts comptables.

On peut craindre que l'application des nouvelles normes IFRS puisse donner une image un peu moins flatteuse de certaines entreprises qui utilisaient jusqu'alors les failles du système actuel pour « habiller » leurs comptes. Ce risque peut encore gêner certaines entreprises mais un véritable retour de la confiance sur les marchés financiers est profondément souhaitable.

Pertinence de l'information

Les nouvelles normes internationales vont entraîner des changements considérables dans le comportement des principaux acteurs financiers et, en particulier, chez les commissaires aux comptes.

De manière générale, on peut penser que les comptes seront plus pertinents. Concernant la fiabilité des comptes, les commissaires aux comptes ont un rôle différent à jouer puisqu'ils doivent aussi certifier des comptes qui intègrent des actifs évalués sur la base de prévisions de *cash flows* et de taux d'actualisation.

Le résultat net et les ratios clés seront certes modifiés mais rappelons, par exemple, que le résultat net a évolué dans le temps. La modification des ratios clés n'est pas choquante si les chiffres qui les alimentent sont mieux calculés et donc plus représentatifs de la réalité économique d'où l'intérêt de bien clarifier le débat sur la juste valeur.

En tant qu'analystes financiers, nous pensons que la frontière entre les domaines de la comptabilité et de l'analyse financière sera effectivement modifiée par l'adoption des normes IFRS. A ce titre, nous suivons étroitement l'évolution des flux de trésorerie issus de l'exploitation de l'entreprise. Il ne faudrait pas que les normes IFRS compliquent une analyse de l'entreprise par les flux qui est la notion première qui intéresse les investisseurs.

Le coût engagé par les entreprises pour adopter les IFRS peut se justifier vis à vis des investisseurs dans la mesure où le changement de référentiel conduit les entreprises à se poser des questions stratégiques qu'elles ne se seraient peut-être pas posées autrement. En effet, les normes IFRS, mieux bâties que nombre de référentiels nationaux sur des thèmes comme les stock-options ou les engagements de retraite, permettent aux sociétés ou aux managements de se poser plus clairement les questions pratiques sur ces sujets.

Champ de la « juste valeur »

Les normes IFRS imposent de comptabiliser un certain nombre d'actifs et de passifs à la juste valeur, et tout particulièrement les instruments financiers. Evaluer les instruments financiers à leur prix de marché paraît correspondre à une réalité acceptable. La volatilité engendrée par la juste valeur est une conséquence avec laquelle il faudra vivre. Cependant, évaluer les autres actifs et notamment les actifs incorporels à la valeur de marché est une hypothèse très subjective car le rôle d'une entreprise n'est pas de se juger.

Il en est de même pour le capital humain dont on peut s'interroger sur sa nature en termes de comptabilité et ce d'autant plus que l'IASB définit un actif comme une ressource contrôlée.

L'introduction de la juste valeur est susceptible de créer des situations de conflit d'intérêts supplémentaires dans les entreprises, sauf à mettre en avant le principe de prudence. L'entreprise ne doit pas confondre l'acte de rendre des comptes à ses actionnaires et la valorisation de ses différents métiers, et donc indirectement d'elle-même, ce qui doit rester le rôle du marché.

Impacts sur les comportements des acteurs économiques

Les impacts indirects des nouvelles normes sur les comportements des acteurs économiques ne doivent pas être minimisés.

Le passage aux normes IFRS modifiera la communication financière des émetteurs. Il demandera de la part des entreprises un travail de pédagogie pour expliquer les changements intervenus dans leurs comptes. Mais cet effort de communication dont se plaignent nombre d'entreprises est semblable au travail effectué lors d'une acquisition de taille significative ou d'un changement de périmètre.

Le développement des comptes trimestriels avec une information très importante pose un problème d'assimilation et de perte des messages principaux. En alimentant trop le marché, on risque d'obtenir une plus forte volatilité des cours boursiers des entreprises.

La comptabilité a pour objectif principal de rendre compte de la situation d'une entreprise et de sa performance. Elle n'a pas pour but de donner une image flatteuse de l'entreprise. Si l'application des nouvelles normes fait apparaître des difficultés pour l'entreprise, le comportement des investisseurs risque d'être modifié.

Concernant l'idée selon laquelle les normes IFRS renforceront la concentration des émetteurs et des investisseurs sur les objectifs de court terme au détriment de l'intérêt à long terme des entreprises, nous pensons que cela dépendra de la densité de l'information trimestrielle. En effet, si elle mobilise trop de temps, elle pourrait avoir des effets néfastes sur le comportement des investisseurs.

L'adoption des normes IFRS devrait avoir une influence sur la volatilité des cours boursiers. Il faut sans doute distinguer la période de transition de celle de vitesse de croisière. Durant la période de transition, où apparaîtront les premières évolutions de juste valeur des instruments financiers et des actifs incorporels, les cours risquent d'être plus « chahutés » face à ces nouvelles informations, le temps de leur appréciation par le marché. Pour cette raison, les analystes financiers encouragent les entreprises cotées à rendre public, dès le second semestre 2004, les comptes du premier semestre 2004 retraits aux normes IFRS, ainsi que les tableaux de passage, afin de préparer le marché et de permettre une comparaison des comptes du premier semestre 2005 dès leur publication.

Dans le secteur bancaire, la mise en place conjointe de Bâle II et des normes IFRS pourrait renforcer cette volatilité. Dans les autres secteurs, les nouvelles règles comptables communes à l'ensemble des pays de l'Union européenne auraient plutôt tendance à conduire à stabiliser le paysage.

Phase de transition

Le coût du passage aux normes internationales est assimilable à toute remise en cause ou changement des *process* et n'est pas forcément exceptionnel (*cf.* passage à l'euro, passage à l'an 2000). Dans la vie d'une entreprise, les efforts à fournir sont fréquents car les changements sont incessants.

Par ailleurs, la mise en place du nouveau référentiel est l'occasion de se poser de véritables questions sur l'organisation et les systèmes et de revoir son appréciation sur la comptabilité.

Les sociétés devraient fournir un effort pédagogique supplémentaire à l'occasion des *road shows*. Celui-ci sera récompensé car il montrera que le travail a été bien assimilé en interne et donnera plus de transparence au marché. Par ailleurs, il ne s'agit pas là d'une nouveauté dans la mesure où, auparavant, il a également fallu expliquer des changements comptables de référentiels nationaux.

Pour les analystes financiers, le passage aux normes IFRS signifie une rupture probable des bases de données quantitatives. Celle-ci ne paraît pas insurmontable car les référentiels comptables et les entreprises elles-mêmes ont toujours évolué.

De plus, la mise en place des normes comptables internationales aura l'avantage de fournir un référentiel unique pour les bases de données quantitatives.

Durant la phase de transition, les analystes financiers seront particulièrement sensibles au ratio d'endettement, à l'activation des frais de développement et aux engagements de retraite.

Le cadre institutionnel

Le passage aux normes IFRS n'est pas une nouveauté. Le calendrier lié à la mise en place du nouveau référentiel est connu depuis fort longtemps et découle d'une volonté ancienne de l'Union européenne d'avoir un référentiel comptable unique. Cependant, on peut critiquer certaines modalités d'application telles que la non rétroactivité (dans *Business Combinations* ou dans la norme IFRS 1) qui ne sont pas uniquement dues à des raisons techniques mais notamment à des raisons politiques.

Le fonctionnement actuel de l'IASB doit s'adapter à l'Europe élargie :

- La culture comptable anglo-saxonne est sur-représentée au sein du *Board*. Dans ce contexte, il est difficile de reconnaître le caractère européen des normes IFRS.
- La répartition géographique des membres du *Board* n'est pas représentative des utilisateurs réels. En tant que principal destinataire, l'Europe continentale est sous-représentée ce qui ne manque pas de susciter des frustrations lors des débats.
- Les utilisateurs sont faiblement représentés au sein du *Board* et ne peuvent donc correctement être entendus alors que leur point de vue peut être utile dans le choix de la présentation des états financiers.

Si dès le départ, les standards comptables étaient adoptés sur une base consensuelle, l'Union européenne n'aurait pas besoin de filtrer les normes IFRS. Une telle pratique est malsaine et pourrait conduire à la création d'un cadre européen à la place du cadre international voulu donc à une perte de comparabilité des comptes au-delà de l'espace européen. Pour éviter de tels problèmes, l'Europe et l'IASB doivent travailler davantage ensemble, c'est le rôle de l'EFRAG qui est le pivot dans les relations entre l'IASB et la Communauté européenne.

Contribution des normes à la confiance des investisseurs

La confiance des investisseurs dans une société ne dépend pas que de l'image donnée par la comptabilité. Le management, le discours ou la relation avec les actionnaires ont aussi leur importance. Si les entreprises entretiennent une relation de confiance avec les acteurs du marché, basée sur une grande transparence des états financiers, elles ne devraient pas être affectées par le changement de référentiel. Cependant, si le passage aux normes IFRS donne une image différente traduisant des acrobaties comptables, la perte de confiance des investisseurs sera légitime.

Franck Ceddaha est président de la Commission comptabilité et analyse financière / Jacques Mériaux au sein de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF).

Pour la notation, des impacts limités mais positifs

Jeanne-Françoise de Polignac

Jugement général sur le processus en cours

L'approche analytique de Standard & Poor's (S&P) implique une comparaison des entreprises notées au niveau international. On peut penser en conséquence que l'application des normes IFRS améliorera sensiblement la cohérence et la transparence de l'information financière mise à la disposition des analystes et des investisseurs. On peut penser également que cette adoption des normes IFRS en Europe traduit une tendance de fond vers la création d'un langage commun pour les marchés financiers européens. Pour être atteint plus efficacement, cet objectif suppose d'être mis en œuvre rapidement et s'accommode mieux d'un changement immédiat que d'une évolution graduelle. De plus, une évolution progressive nécessiterait une série de changements qui risqueraient d'entraîner des distorsions sensibles des pratiques comptables sur une période plus longue que ne le fera la réforme globale prévue.

A moyen terme, on peut penser que ces nouvelles normes devraient améliorer sensiblement la transparence de l'information financière conformément aux souhaits des investisseurs mais il est vrai que ce changement risque de créer une certaine confusion à court terme tout particulièrement si les explications données par les sociétés ne sont pas suffisamment claires et exhaustives.

Pertinence de l'information comptable et financière

En principe, les notes ne devraient pas être affectées par les changements de normes comptables sauf si ceux-ci ont un impact sur les *cash-flows*, quelle qu'en soit la raison. En effet, pour S&P, l'analyse de la qualité de crédit des entreprises repose très largement sur leur capacité à générer des flux de *cash-flow* réguliers leur permettant de faire face à leurs engagements financiers.

Dans ces conditions, il pourrait y avoir un impact sur la notation si, par exemple, des informations nouvelles ou plus précises mettaient en cause la capacité d'un émetteur à se refinancer, ou si la nouvelle approche comptable entraînait une analyse différente des flux de *cash flow*, ou encore, si l'on constatait une différence sensible des flux de liquidité résultant soit d'un changement de comportement des émetteurs notés, soit d'une différence de traitement des émetteurs par des tiers : fisc, régulateurs, prêteurs, actionnaires....

Par ailleurs, dans la mesure où la comptabilisation des éléments de *cash-flows* peut être modifiée selon les normes IFRS pour tenir compte des ajustements du champ de consolidation, il pourrait y avoir des différences en ce qui concerne les comptes de liquidités ou assimilés et le classement des éléments de *cash flow* en fonction de leur origine : exploitation, investissement ou produits et charges financières.

Il est très fréquent que S&P demande des informations complémentaires à celles qui figurent dans les états financiers et procède à des retraitements comptables pour mieux appréhender la réalité économique. La mise en application des normes IFRS devrait modifier l'approche comptable existante et permettre de modifier dans certains cas l'approche analytique par exemple en facilitant une appréciation plus explicitement quantitative du risque financier par rapport à celle d'aujourd'hui par nécessité plus qualitative. Dans cette logique, les retraitements comptables nécessaires devraient être moins nombreux. Pour donner un exemple, les opérations de titrisation seront la plupart du temps comptabilisées au bilan et un plus grand nombre d'opérations de leasing devront également figurer pour leur montant en valeur actuelle. En conséquence, compte tenu de la méthodologie actuelle de S&P, il ne devrait plus être nécessaire de faire de retraitements pour les opérations de titrisation et de

limiter ceux portant sur les opérations de leasings. En dehors de ces cas spécifiques, il pourra cependant être toujours indispensable de procéder à des retraitements si les écritures comptables ne traduisent pas la réalité des engagements financiers sous-jacents.

L'accent mis par les normes IFRS sur le bilan peut aussi donner une meilleure information sur les engagements de la société mais il est clair que l'approche par la « juste valeur » ne signifie pas que tous les engagements sont exigibles immédiatement.

Champ de la « juste valeur »

Il convient d'avoir une approche nuancée de la « juste valeur ». Il est souvent indispensable de connaître la « juste valeur » mais il est tout aussi important de faire la différence entre un engagement de remboursement échelonné dans le temps et une valeur de liquidation, si telle est la base d'estimation retenue. Il est aussi très important de déterminer si, pour certains actifs, il existe ou non une véritable « juste valeur », comme c'est le cas en particulier des actifs non cotés. Pour avoir une appréciation correcte de la « juste valeur » il est nécessaire de tenir compte de la politique et des pratiques comptables retenues par les entreprises pour déterminer ces valeurs : modèles utilisés, hypothèses retenues, sensibilité aux variables des modèles, modification des critères d'évaluation...

Il est exact que le cadre comptable n'est pas exactement adapté pour prendre en compte de façon correcte certains actifs incorporels et le « capital humain » d'une entreprise. L'analyse de S&P qui se fonde très largement sur la génération des *cash flows* futurs ne tient pas compte du caractère incorporel ou non des actifs du bilan ni de leur évaluation, ce qui dès lors limite ce type de problème. Il n'en demeure pas moins qu'une baisse de la valeur de ces actifs peut constituer un signal d'alerte sur le niveau des flux de *cash flows* futurs.

Impact indirect des nouvelles normes sur les comportements des acteurs économiques

Dans la mesure où un changement du comportement économique des émetteurs pourrait modifier le risque de crédit, S&P est particulièrement attentif à la façon dont les sociétés mettront en œuvre les normes IFRS. Jusqu'à présent, néanmoins, il semble que les sociétés soient encore dans une phase de réflexion et n'aient pas encore décidé de modifier ou non leur comportement économique. En tout état de cause, S&P s'efforcera de replacer les éventuels ajustements à court terme dans l'optique à moyen terme qui est celle de la notation.

Phase de transition

On peut supposer qu'il y aura une phase de travail exploratoire au moment où les marchés disposeront des premiers comptes établis selon les normes IFRS. Il est vraisemblable que l'application de ces normes posera pendant au moins quelques années, des questions de pertinence et d'interprétation et il ne serait pas surprenant que les marchés soient particulièrement sensibles aux questions comptables. Dans ce contexte, on peut penser qu'une communication financière inadéquate de la part des sociétés risquera d'entraîner des réactions brutales et de rendre momentanément difficile l'accès aux marchés de capitaux pour les sociétés concernées.

A terme, il est vraisemblable que l'application des normes IFRS favorisera une plus grande cohérence des bases de données et de l'analyse financière mais la durée de la période transitoire nécessaire reste difficile à déterminer.

Processus d'élaboration, de révision et de validation des normes

Au-delà des désaccords qui ont pu exister sur les modalités d'élaboration des normes IFRS, S&P estime que la mise en place de normes comptables indépendantes est une bonne chose en soi.

Contribution des normes à la confiance des investisseurs

Même si au niveau national, la confiance des investisseurs dans un système assez radicalement nouveau pourra prendre un certain temps, on peut penser que les sociétés françaises devraient bénéficier très rapidement d'un surcroît de confiance de la part des investisseurs internationaux.

Jeanne-Françoise de Polignac est présidente de Standard & Poor's France.

Les normes comptables IFRS signent-elles l'arrêt de mort du ROCE ?

Bruno Husson

Les analystes financiers comptent - ou devraient compter - parmi les lecteurs les plus assidus des comptes consolidés publiés par les sociétés cotées, et ceci tout simplement parce que cette lecture est l'une des composantes essentielles de leur métier. Pour l'avoir oublié au plus fort de la folie boursière des années 1999-2000, quelques analystes vedettes se sont brûlés les doigts et ont mis à mal la crédibilité de toute une profession.

Plus récemment, les manipulations comptables à grande échelle révélées par des scandales boursiers de type Enron ont mis en lumière toute la difficulté du métier d'analyste financier et l'importance des enjeux sous-jacents à un décryptage rigoureux de l'information comptable⁽³⁾. Formulé autrement, de tels événements militent pour un retour à une pratique ancienne du métier selon laquelle l'examen minutieux des états comptables historiques constitue le point de départ obligé de toute analyse.

Dans un tel contexte, les nouvelles normes comptables IFRS qui s'appliqueront dès 2005 à toute entreprise européenne cotée semblent arriver à point nommé, car elles ont pour objectif prioritaire d'améliorer la qualité de l'information financière dont disposent les investisseurs en vue de leurs choix d'investissement. Bien plus, les analystes financiers dont la mission est précisément d'éclairer ces choix, devraient se féliciter de l'avènement de ces nouvelles normes. Or le scepticisme affiché ici et là à l'égard des IFRS montre à l'évidence qu'il n'en est rien.

Les raisons de cette situation sont illustrées par le présent article qui analyse l'impact des IFRS sur le calcul et l'interprétation d'un ratio emblématique de l'analyse financière moderne, le ROCE (*Return On Capital Employed*). Comparé au WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), le ROCE est un indicateur de création de valeur : pour cette raison, il est devenu un instrument privilégié de la communication financière des dirigeants d'entreprises cotées. Comparé au taux de croissance, le ROCE mesure également le potentiel d'une activité à générer des excédents de trésorerie : pour cette raison, il constitue un outil très précieux pour l'estimation de la valeur de marché d'une entreprise. Dans un cas comme dans l'autre, la pertinence du message dépend dans une large mesure des conventions comptables utilisées pour la détermination des composantes du ratio. Or à cet égard, force est de reconnaître que les normes comptables IFRS vont plutôt contribuer à brouiller le message, à défaut de le rendre totalement inaudible.

ROCE et création de valeur

L'analyse financière a beaucoup évolué depuis une trentaine d'années. Quittant le champ clos de l'analyse du risque de crédit, elle a redéfini ses objectifs et enrichi la gamme de ses outils afin de répondre à des préoccupations plus larges que celles du banquier prêteur. L'analyse financière s'est ainsi progressivement transformée pour intégrer les préoccupations des investisseurs en fonds propres, qu'il s'agisse par exemple des investisseurs institutionnels dans les caisses de retraite ou les compagnies d'assurances, des gérants de portefeuilles dans les services de gestion privée des banques, ou encore des investisseurs professionnels dans les fonds d'investissement (capital risque, capital développement, LBO). Ainsi, à mesure que les actionnaires reprenaient la position centrale qu'ils avaient plus ou moins délaissée au profit des créanciers, le centre d'intérêt de l'analyse financière a changé de côté, passant du passif du bilan avec l'examen de la structure financière à l'actif du bilan avec l'appréciation de la rentabilité du portefeuille d'activités.

(3) Voir notamment *L'information financière en crise – Comptabilité et Capitalisme* par N. Véron avec M. Autret et A. Galichon, éditions Odile Jacob, mai 2004.

La meilleure illustration de la révolution copernicienne que l'analyse financière a connue depuis la fin des années soixante est fournie par la définition qui est désormais donnée de « l'équilibre financier » : une entreprise en bonne santé financière n'est plus une entreprise solvable car dotée d'un bilan solide respectueux des règles de l'orthodoxie financière imposées par les banquiers prêteurs, mais une entreprise qui crée de la valeur parce que la rentabilité attendue sur les capitaux investis⁽⁴⁾ est supérieure à la rentabilité exigée par les bailleurs de fonds (autrement dit le coût des capitaux investis).

Au début des années quatre-vingt-dix, dans le prolongement direct de l'évolution de l'analyse financière qui vient d'être évoquée, la notion de création de valeur a été remise au goût du jour de façon très marketing par le cabinet de conseil *Stern & Stewart* sous le vocable déposé « Economic Value Added - EVA[®] ». En réalité, les deux concepts sous-jacents de rentabilité et coût des capitaux investis se trouvent depuis fort longtemps à la base des principes de choix d'investissement enseignés dans les manuels de finance d'entreprise. De fait, la nouveauté réside plutôt dans l'utilisation intensive de ces deux concepts par les analystes financiers, et ceci à travers des outils d'analyse plus ou moins appropriés en raison des décalages qui existent inmanquablement entre une théorie et sa traduction opérationnelle.

La rentabilité attendue sur les capitaux investis dépend des flux monétaires espérés sur le portefeuille d'investissements. C'est un concept de portée générale qui fait référence à la rentabilité des capitaux investis par l'ensemble des bailleurs de fonds sur la durée de vie de l'entreprise, soit un horizon de temps a priori indéterminé qui reflète le statut juridique des actions. La traduction concrète de ce concept s'appuie logiquement sur l'information comptable publiée par l'entreprise. Elle prend la forme d'un ratio qui rapporte le résultat économique dégagé sur une période donnée (généralement un an) au montant des capitaux investis en début de période : c'est la rentabilité des capitaux mis en œuvre, ratio universellement reconnu sous le sigle ROCE (*Return On Capital Employed*). Par construction, un tel ratio ne peut comporter la double dimension temporelle et normative du concept sous-jacent : il s'applique en effet à une année donnée et son niveau actuel peut différer du niveau espéré sur le moyen-long terme.

La rentabilité exigée sur les capitaux investis dépend du loyer de l'argent (ou taux d'intérêt sans risque) et de l'incertitude qui pèse sur les flux monétaires futurs. Elle correspond à la rémunération normalement exigée par un investisseur pour financer un projet de mêmes caractéristiques en termes de maturité et de risque que le portefeuille d'investissements de l'entreprise considérée. Cette rémunération intègre les facteurs temps et risque sans qu'il soit clairement précisé comment le risque se conjugue avec le temps. La traduction pratique du concept est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) communément désigné par le sigle anglais WACC. Dans la pratique, l'estimation de ce taux constitue un vrai casse-tête pour les analystes, car cela exige de trouver des réponses opérationnelles à des problèmes aussi complexes et variés que la définition, la mesure et le prix du risque, ou encore l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs. Il en résulte une grande confusion attestée par le fait qu'à une date donnée, une même entreprise se verra rarement attribuer le même WACC par des équipes d'analystes concurrentes⁽⁵⁾.

En raison des décalages susmentionnés entre concepts et outils d'analyse, le discours tenu sur la création de valeur à partir d'une comparaison instantanée entre les niveaux respectifs du ROCE et du WACC tombe très souvent à plat⁽⁶⁾. Mais surtout, quand bien même ce ne serait pas le cas, ce type de discours s'avère stérile au regard de la fonction d'évaluation (et de conseil en investissement) rappelée ci-après qui demeure théoriquement la justification première du métier d'analyste financier. La raison en est que les cours boursiers intègrent déjà la valeur susceptible d'être créée par les investissements

(4) La notion de capitaux investis (encore désignés « capitaux mis en œuvre » ou en anglais « capital employed ») s'appuie sur un bilan schématique de l'entreprise, aujourd'hui couramment utilisé par les analystes financiers, qui fait figurer à l'actif les immobilisations et le besoin en fonds de roulement (i.e. les investissements nécessaires à l'exploitation) et au passif les capitaux propres et l'endettement financier net (i.e. les capitaux mis à disposition par l'ensemble des bailleurs de fonds, actionnaires et créanciers).

(5) Voir à ce sujet « Evaluation financière : A-t-on encore besoin du WACC ? » par B. Husson, *Les Echos* du 28 octobre 2004, cahier spécial « L'art du management » réalisé en collaboration avec le Groupe HEC.

(6) Selon cette analyse, la valeur créée au cours d'un exercice donné est mesurée par la formule suivante :
 Valeur créée = capitaux investis * [ROCE - WACC]

actuels ou futurs, si bien que seules importent les surprises, bonnes ou mauvaises, que les réalisations laisseront transparaître au fil du temps sur la valeur effectivement créée par les investissements réalisés.

ROCE et génération d'excédents de trésorerie

La fonction première de l'analyste financier « sell-side » est de formuler des recommandations d'investissement (achat, vente, conservation) à l'attention des gérants de fonds, clients ou prospects institutionnels de la société de bourse qui l'emploie. Pour ce faire, l'analyste doit d'abord se forger une conviction forte sur la valeur des titres suivis et comparer ensuite les estimations obtenues aux cours boursiers affichés sur le marché. Aujourd'hui, ce travail d'évaluation repose principalement sur l'actualisation des flux disponibles (ou méthode DCF pour *Discounting Cash Flows*), car les approches analogiques de l'évaluation (méthode des comparaisons boursières ou des transactions comparables) se trouvent fréquemment disqualifiées en raison de l'insuffisance des données disponibles ou encore du caractère circulaire⁽⁷⁾ des évaluations effectuées.

Pour les analystes financiers, le principal défi de la méthode DCF est la détermination des flux susceptibles d'être générés par le portefeuille d'activités de l'entreprise. Sur le court terme, c'est-à-dire sur une période de visibilité qui recouvre généralement l'exercice en cours et les deux exercices suivants, l'estimation de ces flux repose sur la construction d'un jeu complet d'états financiers prévisionnels. Au delà de cette période, la production de prévisions détaillées est certes possible grâce à la magie des tableurs, mais s'apparente à un exercice artificiel qui nuit à la crédibilité de l'évaluation. Pour autant, ne considérer que les flux des deux ou trois prochaines années et par suite déterminer une valeur terminale à un horizon très rapproché n'est pas non plus satisfaisant : le poids de la valeur terminale serait alors prédominant si bien que l'évaluation semblerait reposer sur du sable.

D'où l'intérêt de la solution alternative, désormais adoptée par un nombre croissant d'évaluateurs, qui consiste à ajouter à la période de visibilité une période complémentaire où les flux disponibles sont déterminés par simple extrapolation des deux paramètres clés qui conditionnent les flux futurs, à savoir la rentabilité (ROCE) et la croissance (g) des capitaux investis⁽⁸⁾. Ces deux paramètres ont apparemment un impact contradictoire sur le signe et le montant des flux disponibles. Ainsi, grâce à la fameuse matrice stratégique du cabinet de conseil *Boston Consulting Group*, il est bien connu que les activités dites "vaches à lait" (c'est à dire générant des liquidités abondantes) sont des activités qui allient un bon niveau de rentabilité et une croissance faible, et qu'à l'inverse les activités considérées comme des "dilemmes" (car fortement consommatrices de fonds) sont des activités en développement rapide et caractérisées par une rentabilité encore modeste. En réalité, l'impact de la croissance sur les flux de trésorerie et par suite sur la valeur d'une activité n'est pas aussi simple à établir.

Deux raisons à cette difficulté. Tout d'abord, il est bien rare que la modification du rythme de la croissance soit sans incidence sur le niveau de la rentabilité. Ainsi, dans des activités "à fort levier opérationnel" caractérisées par le poids important des charges fixes (secteur de l'hôtellerie par exemple), toute augmentation du chiffre d'affaires a un effet démultiplicateur sur la marge économique et par là-même sur la rentabilité des capitaux. Ensuite, la relation flux-croissance n'a véritablement de signification que si l'on raisonne sur la durée et non pas seulement sur un horizon limité à quelques années. La croissance n'est jamais éternelle : s'il est vrai que la phase de forte croissance coïncide généralement avec un besoin important de capitaux, la phase de maturité qui lui succédera tôt ou tard se traduira à l'inverse par l'apparition de soldes de trésorerie fortement excédentaires (sous réserve naturellement que l'arrivée à maturité ne s'accompagne pas d'une chute de la rentabilité, en raison par exemple d'une pression concurrentielle accrue). Ainsi, sous réserve de considérer une activité sur l'ensemble de sa durée de vie présumée, la croissance a un impact positif sur le montant des flux de trésorerie futurs et donc sur la valeur de marché de cette activité.

(7) Considérons une société A évaluée sur la base des multiples affichés par les deux sociétés cotées comparables

B et C. La société B peut à son tour être évaluée sur la base des multiples affichés par les deux sociétés cotées comparables C et A. De même, la société C ...

(8) Les flux générés par une activité sur un exercice donné sont obtenus au moyen de la formule suivante :

Flux générés par l'activité = capitaux investis * [ROCE - g]

Parce qu'il permet de rationaliser l'extrapolation sur le moyen terme des flux de trésorerie générés par une activité et crédibilise ainsi les estimations fournies par la méthode DCF, le ROCE constitue un outil extrêmement précieux pour l'évaluation des entreprises. Et c'est bien ce deuxième contexte d'utilisation du ratio axé sur la notion concrète de flux de trésorerie, plus que le premier, évoqué plus haut, centré sur le concept abstrait de création de valeur, qui justifie à nos yeux tout l'intérêt porté pour ce ratio par les analystes financiers et au delà par l'ensemble de la communauté financière.

ROCE et référentiel comptable

Quel que soit le contexte d'utilisation, le ROCE n'en demeure pas moins un ratio calculé ou extrapolé à partir des états financiers. De ce fait, le niveau du ratio et son évolution dépendent largement des conventions comptables utilisées pour déterminer le montant des composantes qui entrent dans son calcul, à savoir le résultat opérationnel au numérateur et les capitaux employés au dénominateur. Afin d'illustrer cette dépendance et apprécier ensuite l'impact potentiel des nouvelles normes comptables IFRS sur la pertinence du ROCE, considérons l'exemple suivant qui simule le passage d'une comptabilité traditionnelle en coûts historiques à une comptabilité où tous les actifs et passifs sont évalués à leur valeur de marché (*full fair value accounting*).

L'activité dont il s'agit n'exige aucun investissement en immobilisations (les constructions ou équipements nécessaires sont loués), mais requiert des capitaux pour financer le besoin en fonds de roulement. Les capitaux employés, stables depuis deux ans, se montent à 100 k€; la croissance attendue, très élevée sur les deux premières années de la période considérée (triplement puis doublement des capitaux employés), diminue rapidement pour devenir nulle à compter de la cinquième année. Le retour sur investissement est supposé constant et égal à 20% ; il existe néanmoins un différé d'environ 24 mois, si bien que les investissements réalisés au cours de l'année n ne génèrent le résultat normatif attendu qu'à partir de l'année $(n+2)$. La rentabilité exigée par les apporteurs de capitaux (WACC) s'élève à 8%.

Le tableau 1 ci-après présente l'évolution attendue des principaux paramètres de cette activité sur les cinq prochaines années. La durée de vie de l'activité étant supposée infinie, l'année normative donne les paramètres à prendre en compte au delà de cette cinquième année.

Tableau 1 : données de base

Année		1	2	3	4	5	normative
Capitaux employés en début d'année	CE_{t-1}	100.0	300.0	600.0	900.0	990.0	990.0
Capitaux employés en fin d'année	CE_t	300.0	600.0	900.0	990.0	990.0	990.0
variation sur l'année (%)	g	200.0%	100.0%	50.0%	10.0%	0.0%	0.0%
Rentabilité des investissements	r_t	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Résultat économique à dette nulle ⁽¹⁾	$R_{a,t} = r_t \cdot CE_{t-2}$	20.0	20.0	60.0	120.0	180.0	198.0
Flux économique à dette nulle ⁽²⁾	$F_{a,t} = R_{a,t} - [CE_t - CE_{t-1}]$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0
Coût du capital	Wacc	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

(1) Couramment désigné par le sigle NOPAT pour "Net Operating Profit After Tax"

(2) Plus couramment dénommés "free cash flows" ou "free cash flows to firm"

L'intérêt et les limites éventuelles des deux utilisations du ROCE évoqués plus haut sont assez bien illustrés dans le tableau 2 ci-après qui se place dans le cadre traditionnel de la comptabilité en coûts historiques.

Tableau 2 : ROCE et comptabilité en coûts historiques

Année		1	2	3	4	5	normative
Roce	$R_{a,t} / CE_{t-1}$	20.0%	6.7%	10.0%	13.3%	18.2%	20.0%
Mesure de la richesse créée	$[Roce - Wacc] \cdot CE_{t-1}$	12.0	-4.0	12.0	48.0	100.8	118.8
Mesure des flux générés	$[Roce - g] \cdot CE_{t-1}$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0

Ainsi en va-t-il du ROCE comme instrument de mesure de la valeur créée sur une période donnée. En raison du différé sur la rentabilité des investissements et d'une croissance élevée l'année précédente, la comparaison du ROCE et du WACC sur la deuxième année (respectivement 6.7% et 8%) fait ressortir une destruction de valeur (-4 k€) alors même que les investissements de la période sont créateurs de valeur (rentabilité attendue de 20% à comparer à une rentabilité exigée de 8%). En raison d'une croissance moindre, la même erreur ne se reproduit pas les années suivantes. Pour autant, en raison du différé de rentabilité sur les investissements, il n'en demeure pas moins que la mesure donnée de la création de valeur est sous-évaluée jusqu'à l'année normative où tous les investissements effectués dégagent la rentabilité normative de 20%.

En revanche, de telles limites ne se retrouvent pas au niveau de l'utilisation alternative du ROCE évoquée plus haut. Ainsi, pour toutes les années considérées, la comparaison du ROCE avec g , taux de croissance des capitaux employés, permet de retrouver les flux de trésorerie dégagés par l'activité et calculés de manière directe dans le tableau 1.

Le tableau 3 ci-après illustre les mêmes utilisations du ROCE mais en se plaçant cette fois dans un référentiel comptable où tous les actifs et passifs sont évalués en valeur de marché. Dans un tel contexte, il convient de redéfinir non seulement la valorisation des capitaux employés (donnée par la valeur actuelle des flux futurs au taux de rentabilité requis par les bailleurs de fonds), mais également la mesure du résultat (donnée par le flux généré au cours de la période augmenté de la variation de valeur des capitaux employés au cours de la même période).

Tableau 3 : ROCE et comptabilité en valeurs de marché

Année		1	2	3	4	5	normative
Valeur de marché en début d'année ⁽¹⁾	$V_{a,t-1}$	1 231.8	1 510.3	1 911.1	2 304.0	2 458.3	2 475.0
variation	g'		22.6%	26.5%	20.6%	6.7%	0.7%
Résultat économique corrigé	$R'_{a,t} = F_{a,t} + [V_{a,t} - V_{a,t-1}]$	98.5	120.8	152.9	184.3	196.7	198.0
Roce'	$R'_{a,t} / V_{a,t-1}$	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Mesure de la richesse créée	$[Roce' - Wacc] \cdot V_{a,t-1}$	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mesure des flux générés	$[Roce' - g'] \cdot V_{a,t-1}$	-180.0	-280.0	-240.0	30.0	180.0	198.0

(1) Valeur actuelle, au taux de 8%, des flux économiques à dette nulle à venir sur un horizon infini

S'agissant de mesurer la création de valeur par comparaison entre le ROCE et le WACC, la conclusion est alors sans appel : l'objectif devient totalement caduque. En effet, comme attesté par les données du tableau 3, si les actifs sont comptabilisés à leur valeur de marché, ROCE et WACC coïncident et aucune indication sur la valeur créée par les capitaux investis ne peut être inférée de la comparaison entre les deux taux. Autrement dit, lorsque les actifs ne sont plus comptabilisés à leur coût historique d'origine mais à leur valeur de marché, il s'avère totalement vain d'inférer quelque jugement que ce soit sur la valeur créée par la politique d'investissement à partir du niveau du ROCE proprement dit ou à partir de l'évolution du ratio dans le temps.

En revanche, sur la base de chiffres qui ont été totalement modifiés par le changement de référentiel comptable, la comparaison entre le ROCE et le taux de croissance des capitaux employés

(respectivement dénotés $Roce'$ et g' dans le tableau 3) reste parfaitement valide et permet à nouveau de retrouver les flux de trésorerie sur toutes les années de la période considérée.

L'avènement des normes comptables IFRS ne signifie pas l'instauration immédiate d'un système comptable où tous les actifs seraient valorisés à leur valeur de marché, même si tel est bien l'objectif ultime que semblent rechercher les normalisateurs de l'IASB. En effet, au stade actuel de développement des IFRS, le principe d'une comptabilisation en « juste valeur » ne s'applique qu'à certaines classes d'actif et de passif ou lors de circonstances particulières. Il en résulte des états financiers de nature hybride et un ROCE qui devient cette fois inapproprié non seulement pour appréhender la création de valeur mais également pour mesurer la génération de flux de trésorerie. La norme IFRS 3 (anciennement IAS 22) applicable à la comptabilisation des opérations de croissance externe en fournit une bonne illustration.

Aux termes de cette norme, les actifs acquis doivent être comptabilisés à leur « juste valeur » (méthode du coût d'acquisition ou *purchase accounting*) et il est désormais interdit de les enregistrer dans le bilan de l'acquéreur au coût historique d'origine affiché au bilan de la cible (méthode de la mise en commun d'intérêts ou *pooling of interest*). Dès lors, le ROCE devient un ratio hétérogène en raison du caractère hétéroclite de son dénominateur, constitué pour partie des capitaux investis de l'entreprise acquéreuse, qui restent valorisés à leur coût historique d'origine, et pour partie des capitaux investis de l'entreprise acquise, qui sont désormais valorisés à leur valeur de marché (telle que définie par le prix payé par l'entreprise acquéreuse). De ce fait, l'extrapolation du ROCE historique et sa comparaison avec le taux de croissance anticipé pour appréhender les flux futurs conduit à des conclusions erronées⁽⁹⁾.

Cette dernière conclusion est illustrée par le tableau 4 ci-après. Ce dernier reprend l'exemple précédent en supposant d'une part que l'augmentation des capitaux employés enregistrée sur les années 1 à 4 (cf. tableau 1) provient exclusivement de la croissance externe, et d'autre part que tous ces investissements sont comptabilisés à leur valeur de marché comme stipulé par la norme IFRS 3. De ce fait, les capitaux employés sont valorisés de manière hybride : partie en coûts historiques pour les capitaux existant en début d'année 1, partie en valeur de marché pour tous les investissements ultérieurs. Parallèlement, on en reste à la définition usuelle du résultat économique.

Dans un tel contexte, la mesure de la richesse créée donnée par la comparaison du ROCE et du WACC ne correspond plus à rien, sauf pour la première année où les capitaux employés sont comptabilisés en coûts historiques. Parallèlement, contrairement aux deux contextes examinés précédemment, la comparaison entre le ROCE et le taux de croissance des capitaux employés (respectivement dénotés $Roce''$ et g'' dans le tableau 4) ne permet plus de retrouver les flux de trésorerie, sauf dans le cas particulier - peu utile dans la pratique de l'évaluation - où la croissance a totalement disparu (situation décrite par l'année normative du tableau 4).

Tableau 4 : ROCE et référentiel comptable « hybride »

Année		1	2	3	4	5	normative
Capitaux employés "hybrides"	CEH_{t-1}	100.0	1 260.3	1 661.1	2 054.0	2 208.3	2 225.0
variation	g''		1160.3%	31.8%	23.7%	7.5%	0.8%
Roce''	$R_{a,t} / CEH_{t-1}$	20.0%	1.6%	3.6%	5.8%	8.2%	8.9%
Mesure de la richesse créée	$[Roce'' - Wacc] \cdot CEH_{t-1}$	12.0	-80.8	-72.9	-44.3	3.3	20.0
Mesure des flux générés	$[Roce'' - g''] \cdot CEH_{t-1}$	-1 140.3	-380.8	-332.9	-34.3	163.3	198.0

(9) Rien de tel avec la méthode de la mise en commun, car le ratio reste homogène. Pour retrouver cette homogénéité, il suffit en théorie d'ajuster la valeur comptable des capitaux employés en retranchant les survaleurs générées par la croissance externe (déduction faite des amortissements ou dépréciations postérieures à la date d'acquisition). Un tel ajustement n'est cependant guère facilité par le référentiel IFRS qui exige l'imputation la plus poussée possible du goodwill initial à différentes classes d'actifs (marques, brevets, constructions, ...) et rend possible l'affectation du goodwill résiduel (i.e. l'écart d'acquisition) à différentes branches d'activités.

ROCE : objet de toutes les manipulations comptables ?

Quand bien même l'avènement des normes IFRS viendrait jeter un doute sérieux sur la pertinence du ratio, nous faisons le pari que le ROCE restera encore longtemps un outil privilégié de la communication financière des dirigeants d'entreprises cotées. La raison est aisée à comprendre : le ROCE est un concept à la fois simple et puissant, qui a certes mis du temps à pénétrer les esprits, mais qui s'est aujourd'hui imposé dans les groupes au point de devenir parfois un paramètre clé dans la mesure de la performance des responsables opérationnels et ce faisant dans la détermination de la partie variable de leur rémunération.

Conjugué au fait que les nouvelles normes comptables, claires et rigoureuses au niveau des principes, restent très souvent floues sur les modalités d'application, un tel constat signifie un risque accru de manipulations comptables. Gageons à cet égard que la relative souplesse autorisée par la période de transfert de référentiel comptable (cf. IFRS 1) sera plutôt utilisée dans les entreprises pour éviter toute réduction intempestive du ROCE (voire pour améliorer le ratio), que pour accroître la cohérence interne des états financiers publiés ou accélérer la convergence de ces états avec ceux de concurrents étrangers (américains notamment). Ainsi, il serait surprenant que des groupes cotés décident, comme la norme IFRS 1 leur en donne la possibilité, de retraiter selon la méthode du coût d'acquisition des opérations de croissance externe réalisées avant le 1^{er} janvier 2005 et ayant bénéficié du traitement comptable dérogatoire de la mise en commun. Bien plus, en raison même de la profondeur des changements impliqués par les normes IFRS, il est probable que des retraitements ou ajustements effectués aujourd'hui par les analystes financiers pour retrouver la puissance originelle du ROCE, notamment comme instrument d'extrapolation des flux disponibles, ne puissent plus être mis en œuvre.

En définitive, à trop vouloir éclairer les investisseurs en cherchant à leur fournir une information auto-suffisante sur la valeur des actifs détenus, on en arrive paradoxalement à compliquer notablement le travail des analystes financiers dont la mission est précisément d'éclairer les choix de ces mêmes investisseurs, et tout ceci en prenant le risque de fournir aux uns comme aux autres une information possiblement obsolète le jour même de sa publication. A ce stade, alors que les premiers comptes consolidés des groupes français en norme IFRS ne sont pas encore sortis, il est assurément trop tôt pour porter un jugement définitif. Des évolutions sont toujours possibles, comme attesté par les aménagements finalement apportés à la norme IAS 39 relative à la comptabilisation des instruments financiers. Mais par dessus tout, la qualité et la profondeur de l'information qui devrait être publiée dans les annexes, en application notamment de la norme IAS 14 sur l'information sectorielle, seront déterminants sur l'avenir du ROCE comme instrument privilégié d'analyse et de communication financière.

Bruno Husson est directeur associé de Dôme Close Brothers Fairness et professeur affilié du Groupe HEC.

La « Fair Market Value » : une proposition alternative pour la valorisation des actions

Bertrand Jacquillat

Contexte

L'« *International Accounting Standards Board* » (IASB ci-après), est une autorité de normalisation comptable qui cherche à harmoniser les normes comptables américaines et les normes comptables européennes, en laissant converger plus ou moins progressivement les dernières vers les premières.

Dans ce contexte, la normalisation comptable est devenue un enjeu économique et international fondamental. La scène comptable mondiale, jusque là fragmentée en une mosaïque de réglementations nationales, a été bouleversée dans les années 1970 par l'émergence d'un projet de « normes internationales ». Initialement apparu comme un travail d'experts, son impact a été considérablement amplifié après que l'Union Européenne a adopté en 2000 un plan d'action pour les services financiers ouvrant la voie à une reconnaissance en Europe des normes en question. Cette orientation initiée par le Conseil des Ministres, a été adoptée par le Parlement Européen en mars 2002 et rend désormais obligatoire en 2005 l'application de ces normes dites IAS, devenues IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Les enjeux de cette normalisation recouvrent de nombreux domaines d'application, dont l'évaluation du bilan des compagnies d'assurances.

L'évaluation du bilan est l'un des sujets les plus difficiles de ce chantier d'harmonisation. Evaluer les actifs à leur coût historique, comme on le faisait traditionnellement, constitue une référence apparemment objective mais totalement trompeuse. Qu'il s'agisse d'un bien matériel ou d'un titre financier, l'idée de « mieux » mesurer la contribution de cet actif à la richesse de l'entreprise s'impose assez naturellement. C'est ce qu'on appelle la « *fair value* », qui sera d'autant plus correctement mesurée qu'il existe un marché profond auquel on puisse se référer pour procéder à cette évaluation.

Au-delà du respect ou non des règles prônées par l'IASB en l'espèce, le sujet est exceptionnellement complexe parce que l'on regroupe sous ce vocable une très grande variété de montages et produits financiers répondant à une grande variété de besoins, fortement structurés, délicates à interpréter et dont il est très difficile de fixer la description dans un modèle unique réglant sans ambiguïté la question de la consolidation de tels engagements.

Il est un domaine où une telle évaluation semble ne souffrir aucune ambiguïté, c'est celui de la valorisation au sein des compagnies d'assurances ou des banques des participations que celles-ci détiennent dans les sociétés cotées. L'IASB prône maintenant la comptabilisation par les banques et les compagnies d'assurances de leurs actifs et engagements financiers à la « *market value* », en cherchant à imposer les normes IAS 32 et IAS 39.

Dans la mesure où les marchés financiers sont efficaces, ce qui était le paradigme des années 1970-1980, il semble naturel que les sociétés d'assurances comptabilisent leurs participations à leur valeur de marché à la clôture des comptes.

L'application pure et dure de la « *market value* » n'est cependant pas sans soulever un certain nombre de questions.

Le concept de « *market value* » constitue l'un des axiomes philosophiques essentiels de l'IASB. Evidemment, personne – et en particulier pas un économiste – ne peut être hostile à cette idée, a priori.

Mais elle suscite des interrogations à la fois dans son principe et dans son application :

- Dans son principe la « *market value* » ne vaut que pour des transactions marginales faites par des opérateurs isolés. Si les sociétés financières devaient réaliser leurs portefeuilles de titres à la clôture d'un exercice, elles ne pourraient certainement pas le faire à la « *market value* » des titres

qui les composent, mais à des niveaux moindres. En effet la liquidité des titres est une composante non négligeable de leur valorisation.

- Par ailleurs, les événements boursiers et financiers des cinq dernières années ont suggéré que les marchés d'actions notamment, qui ne pouvaient être arbitrés, n'étaient pas toujours macro efficaces. Leur niveau de valorisation dépendait fortement de l'aversion des investisseurs au risque et à l'illiquidité, qui était particulièrement fluctuante parce que difficilement arbitrable.
- L'application dogmatique de ce principe entraîne des conséquences redoutables sur la réalité elle-même, avec une volatilité accrue des résultats (intégrant instantanément et intégralement les variations de valeur d'actifs), avec la nécessité pour les entreprises de réagir avec plus de flexibilité, et en conséquence des économies plus cycliques. Ceci est particulièrement pénalisant pour les compagnies d'assurances dont les engagements sont à moyen terme et dont les besoins de liquidité couvrent une période relativement longue.

Du concept de « *market value* » a celui de « *fair market value* »

Il est sans doute hors de question de faire manger son chapeau à l'IASB, c'est à dire d'essayer de la faire renoncer à une valorisation des participations des sociétés d'assurances qui s'éloignent par trop de la « *market value* ». Il s'agit plutôt de convaincre cet organisme d'adopter une position de compromis fondée sur un concept alternatif qui sera désigné ici par l'expression « *fair market value* ».

La valorisation des actions dépend d'un certain nombre de facteurs :

- les *cash flows* libres futurs des sociétés, tels qu'ils sont anticipés par les opérateurs ; ceux-ci se traduisent compte tenu des cours, par des taux de rentabilité anticipés ;
- le niveau des taux courts et des taux longs ;
- l'écart entre les taux de rentabilité anticipés sur les actions et les taux courts ou les taux longs ;
- la prime de risque ;
- la prime d'illiquidité.

La société Associés en Finance dispose depuis trois ans du modèle de valorisation plan de marché TRIVAL, qui est le prolongement du modèle de la Droite de Marché établi à la fin des années 1970.

La valorisation en « *fair market value* » consiste à estimer la valeur des actions en introduisant la moyenne historique des paramètres essentiels de valorisation, dont on constate historiquement un retour de ces grandeurs à leur valeur moyenne, lorsqu'elles s'en éloignent par trop. Les paramètres du modèle étaient à des niveaux excessivement bas en 1999/2000, alors qu'ils étaient à des niveaux historiquement très élevés en mars 2003 notamment, ce qui justifie une approche en termes de « *fair market value* ».

Le tableau annexé à cette note présente les paramètres généraux du modèle TRIVAL au 17 mai 2004 (pour une description du modèle, on se reportera à la *Lettre Financière Associés en Finance* N° 32, « Le prix du risque, un concept qui se précise », septembre 2002).

Si l'on se reporte aux colonnes prime de risque, prime d'illiquidité, écart R_F LT et R_F (écart entre les taux d'actions et les taux obligataires et Euribor respectivement), on s'aperçoit que ces grandeurs macro financières qui reflètent une certaine forme d'aversion des investisseurs à la fois au risque et à l'illiquidité, ont énormément varié entre juin 2001 et mai 2004. Par ailleurs, on constate historiquement une tendance de retour à leur moyenne historique de ces grandeurs macro financières.

Aujourd'hui aussi bien la prime de risque que les écarts sont très proches de leur moyenne historique, ce qui n'est pas le cas de la prime d'illiquidité, anormalement basse (0,20 contre une moyenne historique de 1.08).

Evaluer les participations actions à leur « *fair market value* » reviendrait à réestimer celles-ci avec des taux d'actualisation incorporant ces niveaux moyens de primes et d'écart, en gommant ainsi les excès

passagers (dans un sens ou dans l'autre) de valorisation des actifs financiers. Si cet exercice avait été effectué pour les exercices 2000 et 2002, la comptabilisation des actifs financiers en « *fair market value* » aurait donné des résultats significativement différents que ceux de la comptabilisation en « *market value* », et beaucoup plus proches de la réalité subséquente.

Paramètres généraux du modèle

	EuroStoxx50	Ordonnée Plan	E(Rm)	Rf LT	Rf CT	Prime de risque	Prime d' illiquidité	Ecart Rf LT	Ecart relatif Rf LT	Ecart Rf CT	Ecart relatif Rf CT
Mois actuel	2749,62	4,14	9,72	4,37	2,09	5,26	0,32	5,35	122,3%	7,63	365,7%
Mois précédent	2787,48	4,57	9,62	4,16	2,07	4,95	0,10	5,46	131,4%	7,55	364,1%
Il y a 3 mois	2893,18	4,94	9,59	4,04	2,05	4,41	0,24	5,55	137,5%	7,54	367,3%
Décembre de l'année passée	2760,66	4,39	9,99	4,29	2,12	4,87	0,73	5,70	132,8%	7,87	370,3%
		Moyenne depuis le 29/06/2001				4,63	1,08	5,76	132,5%	7,32	276,2%
		Minimum sur cette période				2,42	0,02	3,17	60,5%	3,97	89,4%
		Maximum sur cette période				7,38	1,87	8,20	209,7%	9,71	411,4%

Bertrand Jacquillat est professeur des Universités (Sciences Po Paris) et cofondateur et président-directeur général d'Associés en Finance.

Un cahier des charges pour les évaluateurs d'entreprises

Nicolas Burdeau, Roland Clere, Marie-Ange Farthouat, Catherine Lozano, Foucauld de Tinguy du Pouët

Les métiers utilisant, partiellement ou totalement, les techniques d'évaluation sont divers : investisseur, analyste financier, évaluateur, expert indépendant. Ils reflètent en effet des besoins multiples, qui peuvent se manifester, selon les cas, en vue d'un investissement boursier à court terme supposant une grande réactivité ; pour une prise de participation à plus long terme ; dans le cadre de rapprochements d'entreprises, fusions, apports d'actifs ; pour des opérations financières telles qu'une introduction en bourse, une augmentation de capital, une offre publique, un retrait obligatoire, etc. ; mais également pour des raisons aussi diverses que la mise en place d'un plan de stock options, un soutien fiscal, l'évaluation d'un préjudice...

La diversité des interventions possibles implique également que ces évaluations puissent être réalisées à tout instant, et non simplement à la clôture d'un exercice, en tenant compte de la situation économique et financière du moment.

La comptabilité n'est qu'un des éléments sur lesquels les évaluateurs s'appuient. Certaines données, telles le *business plan* et les primes de risque, permettant d'arrêter le calcul du taux d'actualisation, sont évidemment tout autant primordiales.

L'information comptable permet notamment :

- d'identifier dans les comptes publiés les éléments exceptionnels, les dépréciations d'écarts d'acquisition, afin de mettre en oeuvre des méthodes d'évaluation analogiques (comparaisons boursières, transactions comparables) ;
- d'apprécier (et éventuellement d'amender) les hypothèses du *business plan* élaboré par le management au regard des performances passées essentiellement en termes de flux, de chiffre d'affaires, de marges, de résultat, de besoin en fonds de roulement ;
- d'apprécier les hypothèses qui doivent être retenues pour le calcul de la valeur terminale d'une actualisation de flux de trésorerie futurs.

Toutefois, l'évaluateur doit procéder à des retraitements pour intégrer des facteurs ou des éléments qui ne sont pas pris en compte par la comptabilité et n'ont pas forcément vocation à l'être : en effet l'exercice d'évaluation reste plus souvent dans le domaine du « possible », alors que la comptabilité, même rénovée pour refléter les « justes valeurs », n'a pas vocation à s'éloigner du « fortement probable ».

Pour réaliser ses travaux, l'évaluateur a besoin d'une information claire, détaillée et exhaustive. Les normes comptables IFRS, telles qu'elles sont prévues, sont insatisfaisantes : elles suppriment un certain nombre d'informations indispensables ; dans le même temps, elles n'apportent pas, notamment au travers de la notion de juste valeur applicable aux instruments financiers, d'éléments probants permettant d'améliorer de façon déterminante les travaux de l'évaluateur.

Pertinence de l'information comptable et financière

Les maquettes de comptes actuellement envisagées conduisent à une perte d'information dommageable par rapport au référentiel consolidé français :

Lissage des comptes par le mécanisme des dotations aux provisions

La présentation des comptes d'exploitation par destination ne permet pas de connaître, en lecture directe, les dotations/reprises aux provisions ainsi que les dotations aux amortissements. A titre d'exemple, les sociétés américaines cotées se limitent à communiquer simplement le montant de leurs dotations aux amortissements et gardent le silence sur leurs dotations aux provisions. Il y a donc régression par rapport à la situation actuelle française dans laquelle il est possible de calculer l'excédent brut d'exploitation (EBE), soit le résultat d'exploitation avant dotations nettes aux provisions et aux amortissements. Le risque est donc de voir, comme aux États-Unis, l'analyse financière limitée à la notion « d'EBITDA¹⁰ » qui n'est qu'un résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements mais après dotations aux provisions. Ceci induit une plus grande latitude de lissage du compte de résultat d'exploitation et un risque d'absence de commentaire de la part des émetteurs sur leur niveau de provisionnement, qu'il s'agisse par exemple des stocks ou des créances clients.

Tout comme pour la présentation des bilans en normes US GAAP, il n'est pas requis par les normes IFRS de faire ressortir un bilan actif consolidé avant dotations aux provisions et aux amortissements. En conséquence, il n'est pas possible, sauf mentions facultatives en annexe, de suivre le niveau de provisionnement de tous les actifs, notamment ceux d'exploitation.

La maquette de tableau de financement (annexe IAS 7), quant à elle, ne permet pas non plus d'isoler le mécanisme des dotations aux provisions, d'autant que les variations de besoins en fonds de roulement y sont reportées entre postes d'actifs circulants nets et non pas bruts, contrairement au référentiel français.

Il faudrait prévoir dans l'annexe un tableau détaillé de suivi des provisions pour risques et charges, des provisions et dépréciations sur postes d'actifs immobilisés et d'actifs circulants et des dotations aux amortissements. Dans le futur référentiel il deviendrait sans cela impossible de calculer une CAF (capacité d'autofinancement), ce qui est regrettable.

Autres effets de la présentation des comptes par destination

Outre les dotations aux provisions et aux amortissements, d'autres postes essentiels disparaissent avec l'adoption d'une présentation du compte d'exploitation par destination :

- les dépenses de personnel qui sont un indicateur précieux de la composition des charges fixes et variables ;
- les consommations de matières qui permettent de calculer la marge brute ;
- la production immobilisée et les transferts de charges qui sont un indicateur de l'effort d'investissement interne par opposition à l'investissement auprès de fournisseurs externes.

L'information financière gagnerait à la publication conjointe de comptes de résultats par nature et par destination.

Disparition de l'information relative aux plus-values et moins-values de cession d'actifs immobilisés par agrégation dans le résultat d'exploitation

Le poste de plus-values de cession sur actifs immobilisés disparaît dans les normes IFRS. Il ne subsistera plus que la notion de produits de cession d'actifs figurant dans le futur tableau de flux de trésorerie. Il est dommage que l'analyste ne puisse plus savoir si ces cessions sont réalisées à perte ou non. Cette information devrait au moins figurer systématiquement en annexe.

Champ de la juste valeur

Effets de la norme IAS 39 sur la compréhension du résultat financier

Cette norme conduit à la comptabilisation de plus- ou moins-values latentes sur instruments financiers dans le résultat. Il serait souhaitable que l'annexe, au travers d'un tableau détaillé, permette de

¹⁰ *Earnings before interest, taxes depreciation and amortization.*

distinguer, clairement et séparément, les produits et charges calculés à ce titre dans le compte de résultat.

La comptabilisation des dettes financières et des créances, dès leur émission, sur la base d'un taux effectif de marché, peut induire des différences notables entre capital restant dû et valeur de l'endettement ou des prêts figurant au bilan en « juste valeur ». Le capital restant dû des prêts accordés et des emprunts obtenus devrait figurer au moins dans l'annexe ainsi que la ventilation par échéance.

Immobilisations corporelles

Dans la norme IAS 16 relative aux immobilisations corporelles, il est possible de réévaluer une catégorie d'immobilisation corporelle, à la différence de la norme française où la réévaluation doit porter sur l'ensemble des immobilisations corporelles et financières, ce qui est dissuasif. La nouvelle norme devrait donc favoriser la pratique des réévaluations d'actifs. Fort heureusement, la notion de juste valeur est assez restrictive et semble se limiter à la valeur vénale lorsqu'il existe un marché de référence des actifs (notamment immobiliers) ou à la valeur de remplacement pour les actifs industriels.

Il est en effet souhaitable que les actifs d'exploitation¹¹ demeurent comptabilisés à leur valeur historique et qu'ils soient amortis sur leur durée réelle d'utilisation. En règle générale, les actifs industriels ont une valeur individuelle peu pertinente et c'est à la communauté financière de déterminer la rentabilité qui découle de leur utilisation. Or pour ce faire, il est indispensable que cette dernière dispose de l'indication de leur prix de revient réel. L'extension potentielle de la juste valeur aux actifs d'exploitation, basée sur des modèles d'actualisation de revenus futurs, serait nuisible pour la compréhension et la modélisation des marges des sociétés non financières.

Il serait en revanche tout à fait intéressant de disposer en annexe de la valeur de remplacement des immobilisations corporelles et des gains de productivité éventuels qui seraient générés par le rajeunissement de l'outil de production.

Tests de dépréciation des actifs incorporels

Les actifs incorporels nés d'écarts d'acquisition ou les actifs liés à la marque feront l'objet d'un test de dépréciation. Ceci est un progrès par rapport à la situation actuelle qui consiste à amortir forfaitairement les écarts d'acquisition ou à les supprimer en pratiquant la technique du « *pooling of interest* » ou fusion entre égaux, laquelle ne figure plus aujourd'hui dans les normes IFRS. Toutefois certains points de préoccupation restent à souligner :

- le taux d'actualisation des cash-flows préconisé par les normes IFRS est calculé avant impôt, ce qui est incohérent avec le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) qui constitue le corpus théorique utilisé pour la mise en œuvre de cette méthode ;
- jusqu'à une date récente, la norme IAS 36 spécifiait que l'estimation de la juste valeur devait être faite sur la base des actifs sous-jacents en l'état, ce qui excluait que soient pris en compte les investissements de capacité ou de productivité au niveau des filiales concernées. Or il y avait là une contradiction potentielle avec les hypothèses du management justifiant l'apparition initiale des écarts d'acquisition. Cette anomalie semble être désormais corrigée par un complément d'information (mars 2004, BC 70) ;
- à ce stade, selon la norme IAS 22, l'écart d'acquisition négatif résiduel qui subsiste après réévaluation (en baisse) des actifs et des passifs de la société entrée en consolidation, peut être repris dans le compte de résultat de l'exercice. Cette approche est contraire au principe de prudence qui justifie en normes françaises la comptabilisation d'une provision pour écart d'acquisition négatif. La reprise de cette provision ne devrait pouvoir être envisagée qu'au terme d'une évaluation multicritères de la filiale, faisant la démonstration du dégagement par celle-ci d'une rentabilité suffisante pour justifier une valeur d'entrée en consolidation supérieure ou égale à la valeur des titres.

¹¹ Immobilisations incorporelles telles que les logiciels (hors écarts d'acquisition, marques et brevets cessibles) et immobilisations corporelles (terrains, agencements, outillages, immobilisations en cours, etc.).

Conclusions provisoires

Il est difficile d'anticiper la traduction concrète du passage aux nouvelles normes dans les futurs « *road shows* » des émetteurs auprès des analystes financiers et sur le traitement de l'analyse financière durant la période de transition. Il est clair que les sociétés devront passer beaucoup de temps à expliquer les écarts résultant du passage de leur comptes actuels à ceux qui résulteront de l'application des nouvelles dispositions, avec établissement d'une double comptabilité (anciennes et nouvelles normes) pour l'exercice 2004.

La comparabilité des comptes sur longue période dans les bases de données quantitatives sera sans doute difficile. La préoccupation ci-dessus mentionnée, selon laquelle il ne sera plus possible de calculer à l'avenir un EBE ou une CAF, peut être rappelée à ce titre.

Il apparaît évident que l'Union Européenne doit pouvoir défendre le point de vue de ses émetteurs et de ses analystes dans le souci de satisfaire à l'intérêt général. En ce sens, il est important de rendre la présentation des comptes beaucoup plus détaillée que ce qu'il est prévu afin d'éviter une perte d'information par rapport à la situation actuelle.

Le passage aux nouvelles normes doit accroître le niveau d'information des investisseurs et non l'inverse. Il est clair que toute perte d'information est nuisible à la confiance des marchés. A ce titre, il est essentiel que lors de la publication des futurs comptes *pro forma* 2004, les autorités de marché veillent à ce qu'aucune information comptable et économique, ressortant jusqu'alors des rapports annuels ou des documents de référence des émetteurs, ne disparaisse dans les futures publications, mais qu'au contraire le passage aux nouvelles normes accroisse le niveau d'information existant.

Nicolas Burdeau, Roland Clere, Marie-Ange Farhouat, Catherine Lozano, Foucauld de Tinguy du Pouët sont membres de l'équipe de Détroyat Associés.

D'une économie de la production à une économie du risque

Entretien avec Catherine Guttman

Le calendrier du passage aux IFRS était-il opportun ?

Bien entendu, il aurait été préférable de réaliser cette transition plus « en douceur », avec une urgence moins marquée. Mais il est également clair que sans échéance clairement indiquée, personne n'aurait bougé. L'existence d'une *deadline* rigoureuse était probablement indispensable – hélas – pour que les entreprises se mobilisent.

L'existence d'un double référentiel pendant une période transitoire de deux ans, avec par exemple les comptes en IFRS présentés en annexe des comptes en normes locales, aurait pu être un moyen de réaliser une acclimatation progressive. Mais en même temps, la tenue simultanée des comptes selon les deux référentiels aurait représenté un supplément de coût, et les réconciliations auraient été très complexes. Il n'y avait donc pas de solution miracle, et un certain pragmatisme s'imposait.

Jusqu'à récemment, les IFRS étaient l'affaire de quelques spécialistes seulement. Depuis quelques mois au contraire, tout le monde dans les entreprises devient acteur de la transition. Il y a des aspects très positifs à ce mouvement, car il oblige en particulier à réanalyser des pans entiers d'activité.

Comment les marchés peuvent-ils réagir à cette brusque transition ?

Il s'agit d'un changement de conventions et de mode de raisonnement dont les impacts ne doivent pas être dramatisés, mais doivent néanmoins être analysés en profondeur, pour éviter une mauvaise compréhension du marché. Les changements portent sur la façon d'exprimer comptablement la performance d'une entreprise et donc sur le contenu de l'information financière. La notion de performance repose de plus en plus sur des notions de valeur observée ou calculée à un instant donné, mais qui tient compte des événements prévisibles. Schématiquement, les informations données par les IFRS sont paradoxales dans le sens où elles ont à la fois un caractère prédictif plus marqué, mais sont le reflet d'une valeur instantanée. Elles donnent en théorie plus de visibilité sur l'évolution future de l'activité même si elles-mêmes ne constituent pas à proprement parler des prévisions, et en même temps plus de volatilité.

Si tous les acteurs du marché avaient une approche rigoureuse d'analyse fondamentale, il y aurait moins de risques de mauvaise compréhension du marché, mais malheureusement beaucoup d'analystes ne vont pas jusqu'au bout de leur analyse... Notamment dans les extrapolations, l'approche est rarement à 100% « fondamentale », et les soldes et ratios comptables, en particulier basés sur le « résultat » et les « fonds propres », jouent un rôle dans l'orientation du marché.

Or, dans ce référentiel, la performance, elle, est avant tout liée à l'évolution du bilan, et modifie profondément le sens attribuable à ces résultats ou aux fonds propres. Elle inscrit en faux l'idée que le compte de résultat exprime la performance.

Les normes IFRS imposent la déconnexion entre la notion de performance et de résultat distribuable. Ces questions liées au dividende ne sont pas du ressort des IFRS, et c'est légitime car ces normes sont indépendantes du système local de droit des sociétés.

Le projet de l'IASB sur le *comprehensive income* (projet de norme sur le « reporting de la performance ») aura la vertu de rendre encore moins crédible une approche naïve du résultat. A vrai dire, tant que ce projet n'aura pas abouti, le corpus des IFRS, dans son orientation actuelle, restera inachevé. Le résultat, en tant que solde qui résumerait à lui seul la performance de l'entreprise, est une illusion car les déterminants de cette performance sont devenus très complexes et doivent être examinés un par un : le solde cumulé devrait être considéré comme de peu d'importance. Une « dédramatisation » du résultat présenterait l'avantage supplémentaire de supprimer en partie les effets

pervers des dynamiques de consensus. Aujourd'hui, trop d'entreprises prennent encore des risques importants pour assurer le lissage de leurs résultats comptables, ce qui n'a aucune justification économique.

Ceci n'est-il pas vrai avant tout du secteur financier ? Pour les autres secteurs, les analystes restent attachés à l'idée de performance « opérationnelle »...

Le secteur financier est certainement en avance sur d'autres sur les questions d'analyse de la valeur, mais en réalité l'approche bilantielle est valable partout—et de plus en plus. Un exemple simple : de plus en plus, des fonctions jusque-là regardées comme essentielles peuvent être externalisées, « outsourcées » avec l'extériorisation d'un prix mais aussi des engagements spécifiques en début ou en fin de contrat. Face à ces mouvements, la vision d'un « business opérationnel » qui serait toujours récurrent a de moins en moins de sens. Et même les métiers les plus traditionnels doivent aujourd'hui tenir compte d'effets de valeur de nature financière sur les stocks (avec des cours de matières premières de plus en plus volatils), sur les effets de change, etc. Il est tout à fait possible d'avoir une excellente « performance d'exploitation » mais de détruire de la valeur en perdant beaucoup d'argent sur les variations de cours de matières premières. Dans ce cas, il n'y a pas lieu de considérer que la performance globale de l'entreprise est bonne.

Cette mutation – l'ubiquité d'une analyse de la valeur, fondée sur une approche financière – représente un défi pour les comptables, un changement complet des compétences attendues d'eux. De ce point de vue, il est clair que les adaptations réalisées à ce jour sont encore insuffisantes. Il y a là un risque important : si le comptable (et l'auditeur) ne font qu'enregistrer (vérifier) une valeur calculée par d'autres sans être capable de juger de son bien-fondé, la fiabilité des comptes ne pourra pas être assurée. De plus en plus, les comptes représentent des estimations. Ceci soulève également la question des hypothèses sous-jacentes à ces estimations, dont le public a besoin pour se former une opinion.

Cela veut-il dire que le passage aux IFRS va augmenter l'incertitude des informations publiées dans les comptes ?

Non, car heureusement il y a des effets de correction à moyen terme. Dans les assurances, nous avons connu un phénomène du même ordre avec l'*embedded value*. La première année qu'un émetteur publie ce genre de calculs, il est vrai que compte tenu de l'incertitude qui pèse sur un grand nombre d'hypothèses, l'intervalle de confiance de la première valeur publiée est très large. Cette valeur en soi ne représente qu'un possible. Ce qui fait l'intérêt de cette démarche, c'est la façon dont on analyse son évolution d'une année sur l'autre, et cela oblige en outre à comparer ce que l'on anticipait avec ce qui s'est réellement passé. Il y a une sorte de cercle vertueux, il s'ensuit des effets de réglage progressif. De même, dans le projet de *comprehensive income* il faudra chiffrer chaque année les impacts des changements d'hypothèses. L'application des IFRS est sans doute susceptible de conduire à un peu d'opacité les premières années, mais peu à peu les mécanismes correctifs auront leur effet.

Je souhaite revenir sur la mutation de la notion de performance. Les analystes doivent cesser de parler de ROE... L'attachement des industriels au concept de « marge opérationnelle », qui explique leur opposition violente au premier projet *performance reporting* de l'IASB, représente somme toute une vision partielle de leur performance rapportée à la seule efficacité de gestion qui est capitale d'un point de vue opérationnel, mais qui est insuffisante pour une analyse de la valeur. L'approche des IFRS est à plus long terme, car avec elle les éléments de calcul de la valeur intègrent le futur lointain. Il faut passer, en quelque sorte, d'une économie de la production à une économie du risque.

Il ne faut pas sous-estimer cette mutation. Encore une fois, elle rend cruciale la mise à niveau des compétences financières, y compris chez les analystes. Surtout, l'approche par composants qui est celle du *comprehensive income* permet de différencier les éléments de valeur, qu'ils soient sectoriels, liés à l'environnement général des affaires, ou spécifiques à une entreprise donnée (c'est là qu'on retrouverait la notion de marge opérationnelle), ou encore dépendants des hypothèses de calcul. Cela aura un impact potentiel sur des éléments bien concrets de la vie de l'entreprise, par exemple l'indexation des bonus.

La subjectivité n'est pas nécessairement un mal. Le débat ne fait que commencer, par exemple, sur la question des « intentions du management » (*management intent*). Il faut lire l'exposé-sondage du

FASB publié en juin 2004 sur la mesure de la juste valeur, et dont l'IASB s'inspirera vraisemblablement à l'avenir : la juste valeur n'est pas nécessairement une valeur de transaction, et peut dépendre des intentions du management. Ces dernières peuvent donc être un critère à prendre en compte pour la catégorisation des éléments de bilan.

C'est le marché, encore une fois, qui fera le tri des bonnes et des mauvaises méthodes. Pendant quelques années il y a aura un peu de chaos, à la fois sur les états comptables et sur les soldes utilisés dans la communication financière ; mais les mécanismes correctifs joueront assez vite.

Il faudra aussi faire preuve de pragmatisme dans la mise en œuvre. Par exemple, les « standards SME » sont peut-être une solution appropriée également pour certaines catégories d'entreprises cotées, typiquement dans certains pays émergents.

Quel est l'impact de la régulation, notamment dans le secteur des assurances que vous connaissez particulièrement bien ?

Le passif d'une entreprise régulée s'apprécie nécessairement de manière différente de celui d'une entreprise non régulée. Mais les autorités de surveillance du secteur pourraient également infléchir certaines de leurs méthodes. Au lieu de demander des « coussins de sécurité » à tous les niveaux, selon des règles *ad hoc* spécifiquement liées au contexte de surveillance prudentielle, il pourra être préférable de demander une mise en réserve – ou en non-distribuable – d'un montant évalué en fonction des engagements calculés selon les règles mêmes du référentiel IFRS. C'est d'ailleurs la position de l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), et ce serait un grand progrès.

Quelles sont vos inquiétudes ?

L'adoption des IFRS est pleine d'opportunités, et je ne partage pas la tonalité négative de certains commentateurs. Mais il ne faut pas non plus sous-estimer les défis. Tout d'abord, le défi linguistique : les normes sont rédigées en anglais, avec des nuances subtiles, et ce n'est pas qu'un détail. Dans le même registre, le fait d'avoir des normes « *principles-based* » est excellent, mais peut aussi être cause de grande complexité. Même à l'EFRAG ou à l'IASB, il peut arriver qu'on ait du mal à se comprendre !

Par ailleurs, il faut prendre garde au risque d'un « décrochage » du management à l'intérieur des entreprises, face à la complexité des opérations comptables. Ce serait très dangereux. Les experts internes ne doivent pas devenir des « *rainmakers* », des autorités toutes-puissantes comme cela commence à être parfois le cas dans certains secteurs et certains pays. Le « gouvernement des experts » ne serait certainement pas une bonne chose. Il faut donc impérativement que le management s'approprie ce nouveau mode de raisonnement.

Enfin, d'un point de vue plus philosophico-financier, cette évolution de l'analyse de la performance correspond à une financiarisation de l'économie où on suppose que tout est décomposable en éléments simples et échangeable, ce qui peut correspondre à une vue des équilibres assez tragiquement abstraite et incomplète. C'est un essai de rationalisation de la valeur conforme aux théories en vigueur sur les marchés financiers et dont on connaît les limites, mais qui dans la pratique peut s'avérer aussi indispensable que la supposition que les fluides sont parfaits, pour résoudre un problème de mécanique des fluides.

Catherine Guttmann est associée au sein de Deloitte Touche Tohmatsu et membre du « Technical Expert Group » de l'EFRAG.

Propos recueillis par Carlos Pardo et Nicolas Véron

Les nouvelles normes comptables et la lisibilité des comptes

René Ricol, Sonia Bonnet-Bernard

L'approche de l'échéance de 2005, avec l'application obligatoire des normes comptables internationales, rend la communauté financière quelque peu nerveuse. En effet, au-delà des grands débats sur la juste valeur, le changement de référentiel doit s'accompagner d'un changement d'état d'esprit.

L'objectif affiché dans le cadre conceptuel de l'IASB est d'établir des normes qui satisfont aux besoins des investisseurs. Les investisseurs étant les apporteurs de capital à risque, des états financiers qui répondent à leurs exigences sont également susceptibles, selon l'IASB, de répondre à la plupart de celles des autres utilisateurs.

C'est dans ce contexte que les normalisateurs ne peuvent se désintéresser de la valeur de marché, les investisseurs intégrant nécessairement dans leurs décisions les cours de bourse actuels et prospectifs.

La comptabilité n'a pas pour ambition de donner une juste mesure de la valeur de l'entreprise. Il y aura toujours une différence entre la capitalisation boursière d'une entreprise, censée représenter la valeur que le marché lui attribue – sa capacité à reproduire un résultat ou à créer de la valeur – et ses capitaux propres, reflet d'une gestion passée. Il n'en demeure pas moins qu'il est sage de tenter d'en expliquer les écarts pour mieux anticiper l'avenir.

Or, on reste souvent perplexe devant la déconnexion parfois totale entre la valeur boursière d'une entreprise d'une part et ce qui est traduit dans ses comptes d'autre part : capitaux propres, capacité à produire du résultat.

Cette déconnexion s'explique à la fois par :

- l'incapacité des comptes à restituer de manière fidèle toute la réalité de l'entreprise : les incorporels créés sont largement ignorés, les instruments financiers sont mal pris en considération, notamment certaines opérations de déconsolidation ;
- une certaine irrationalité des marchés : si, sur le long terme, une valeur de marché est significative, en revanche une valeur « spot » peut être polluée par des rumeurs que le caractère très suiviste des acteurs de marché amplifie. Les marchés ne cherchent pas systématiquement à apprécier la qualité intrinsèque d'une entreprise, le contenu de son activité, la capacité inventive de ses dirigeants. Les investisseurs, quant à eux, peuvent aussi bien être motivés par des considérations de gains à court terme que par un désir de contribuer au développement de l'entreprise.

L'objectif du normalisateur international est louable. Il s'agit de rendre compte de toute la réalité de l'entreprise, de la manière la plus objective possible :

- comptabiliser les actifs et tous les passifs de l'entreprise y compris ses engagements hors bilan et ses instruments financiers ;
- rendre compte dans une certaine mesure de l'évolution des valeurs telle qu'elle ressort des différents marchés : de manière obligatoire pour les instruments financiers de transaction ou destinés à être cédés, de manière optionnelle pour les immobilisations corporelles, et de manière très restreinte pour les incorporels ;
- éviter au maximum la subjectivité : l'intention du management n'est pas un critère déterminant pour le choix de la méthode comptable ou le classement des actifs.

La valeur de marché est-elle cependant toujours représentative d'une juste valeur ? La capitalisation boursière d'une entreprise est-elle ainsi une juste mesure de sa valeur ?

On observe souvent une incohérence entre la valeur boursière d'une société et sa valeur intrinsèque, estimée selon d'autres méthodes d'évaluation telles que l'actualisation des flux futurs ou la réévaluation de l'actif net. Ainsi a-t-on pu observer, dans certaines périodes d'euphorie, des valeurs boursières qui représentaient plusieurs années de chiffre d'affaires ou des dizaines d'années de résultat, ou dans les moments de dépression, des capitalisations qui pouvaient descendre à des niveaux inférieurs à ceux des capitaux propres.

Il n'existe certainement pas de vérité ultime en matière comptable ou financière. Il convient probablement de revenir à deux considérations simples :

- la comptabilité doit rendre compte de toutes les opérations de l'entreprise. Il n'est pas normal, dans ce contexte, que des pans entiers de la gestion des entreprises soient absents des états financiers : le recours à des instruments dérivés à des fins de couverture (parfois aussi, à vrai dire, dans un but spéculatif), les opérations complexes de titrisation, les opérations de portage ;
- la comptabilité n'a pas pour but de retracer les mouvements des marchés, même si en pratique certains instruments ne peuvent être comptabilisés qu'à leur valeur de marché. De manière générale, les capitaux propres ne sont pas le reflet de la capitalisation boursière. En revanche, il est important de pouvoir expliquer la différence entre les deux montants.

Rendre compte de toutes les opérations de l'entreprise

Ceci concerne essentiellement bien sûr les instruments financiers, les montages complexes qui permettent parfois de faire sortir du bilan des éléments qui devraient s'y trouver. Tout recours à des instruments financiers complexes pour gérer l'exposition de l'entreprise au risque de marché, de change ou de crédit, est porteur de risque. Ce risque est à l'heure actuelle très mal appréhendé dans les états financiers de nombreuses sociétés européennes, et même, on l'a constaté à l'occasion des affaires récentes, dans les états financiers des sociétés américaines et ceci malgré des règles plus sophistiquées. Les règles émises par l'IASB, pour perfectibles qu'elles soient, vont dans le bon sens. On sait qu'elles sont évolutives par nature, la créativité des financiers n'ayant pas de limite.

Mais il faut également se pencher sur d'autres éléments que le bilan ignore largement : les incorporels créés en interne. Les nouvelles normes comptables internationales¹², tout en consacrant la valeur des incorporels, ne permettent toujours pas d'inscrire au bilan la totalité de la valeur de l'entreprise.

Certes, la nouvelle norme IAS 38 sur les incorporels a, et c'est son grand apport, fait avancer la réflexion sur la définition de l'incorporel. Les définitions permettent de mieux cerner la réalité économique des incorporels, et l'abandon de l'amortissement systématique constitue un pas supplémentaire vers une meilleure prise en compte des réalités économiques au bilan. Désormais, les actifs qui font l'objet ou peuvent faire l'objet de transactions d'échange répondent à la définition d'un incorporel et peuvent être activés au bilan : les fichiers clients et a fortiori les marques entrent dans cette catégorie.

Mais la norme fait une distinction entre incorporels acquis et créés : effectivement activés lorsqu'ils font l'objet d'une transaction (séparée ou à l'occasion d'un regroupement d'entreprises), ils ne peuvent l'être lorsqu'ils sont développés en interne, quand bien même une transaction révélerait la vraie valeur de l'actif (par exemple une location à un tiers). Seuls certains développements qui respectent des critères bien précis devront être activés ; le développement interne de marques, de titres de presse, ou de fichiers clients est explicitement exclu de cette disposition.

Ainsi, la croissance externe est bien retracée au bilan, notamment avec l'inscription des fameux écarts d'acquisition (*goodwills*) qui représentent la partie du prix d'une entreprise acquise non spécifiquement attribuable à un actif identifiable. La croissance interne ne peut, elle, toujours pas être inscrite, les normes comptables interdisant la comptabilisation du fonds de commerce interne (savoir-faire, marques, fichiers clients, etc.).

¹² Il est particulièrement fait référence ici aux normes IFRS 3 « *Business Combinations* », IAS 36 « *Impairment of assets* » et IAS 38 « *Intangible assets* », telles que publiées par l'IASB le 31 mars 2004

Cette incohérence de traitement pose d'autant plus problème que le *goodwill* externe (qui comprend notamment les synergies, les parts de marché...) n'est plus amorti et que le test de dépréciation annuel dont il doit faire l'objet prend en compte les efforts consentis en interne, y compris ceux qui contribuent à renforcer le fonds de commerce interne de l'entreprise. Chaque année, la valeur comptable du *goodwill* sera donc comparée à une « juste valeur » incluant le fonds de commerce créé en interne.

La non-comptabilisation des *goodwills* internes, érigée en principe dans les IFRS, a un impact négatif sur la lisibilité des bilans : il n'est pas aisé de porter un jugement sur l'évolution des résultats et des capitaux propres d'une entreprise, ou sur la rentabilité des capitaux investis, sauf à connaître intimement l'histoire de la société et la façon dont elle s'est développée.

Comptabilité et évolution des marchés

Enregistrer au bilan la totalité des mouvements, parfois erratiques, de marché, n'est certainement pas le but de la comptabilité.

Il n'en demeure pas moins que la notion de juste valeur est une notion incontournable, dans certaines situations (notamment lors d'acquisitions) ou pour certains instruments (financiers).

La juste valeur est définie comme le montant pour lequel un actif pourrait être échangé et un passif réglé entre parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normale.

Elle correspond ainsi :

- à la valeur de transaction en cas de transaction, ou de marché, lorsqu'il existe un marché efficient (profond et liquide) ;
- à la valeur d'utilité, lorsqu'il n'existe pas de marché efficient. Les modèles habituels d'évaluation sont alors utilisés.

Dans le cas d'une transaction (acquisition d'entreprise ou de bien isolé), le prix sera ainsi réputé « juste », et enregistré au bilan. Dans le cas d'un regroupement d'entreprise, cet enregistrement s'accompagne de l'allocation de la valeur sur les différents actifs et passifs acquis, la partie non allouée étant affectée au poste *goodwill*.

Se pose ensuite la question du suivi des valeurs d'entrée des actifs et des passifs : faut-il réévaluer les différents biens à chaque clôture en fonction de leur juste valeur ? On sent bien que le normalisateur hésite, en prévoyant une réévaluation systématique pour la majorité des instruments financiers et une simple possibilité de réévaluation (option ouverte), sous certaines conditions, pour les immobilisations corporelles, voire incorporelles.

Autant la réévaluation systématique (à la hausse comme à la baisse) des instruments financiers de transaction appelés à être négociés sur un marché organisé et liquide apparaît représentative d'une réalité – ils ont bien vocation à être négociés sur le marché – autant la réévaluation systématique des immobilisations nécessaires à l'exploitation apparaît critiquable, d'autant que les modèles d'évaluation, que ce soit par les comparables boursiers ou par les flux futurs de trésorerie, ne peuvent donner de certitude absolue.

En effet, si les modèles par les flux permettent d'encadrer la valeur (une fourchette de valeur est en général donnée par les évaluateurs), ils n'aboutissent pas à une valeur absolue. Ils peuvent être utilisés dans le cadre d'un test de dépréciation : le dirigeant, compte tenu de sa connaissance de l'entreprise, du marché et des perspectives devra justifier du niveau de dépréciation retenu, à l'intérieur de la fourchette d'évaluation. Il semble en revanche difficile de les utiliser dans le cadre d'une réévaluation permanente des bilans.

En conclusion : quelques pistes de réflexion pour l'avenir

1. Inscrivons au bilan les actifs et les passifs qui respectent les définitions désormais précises contenues dans les normes :

- Tout actif, notamment incorporel, doit répondre strictement et simultanément aux critères d'identifiabilité, de contrôle, et de création d'avantages économiques futurs. Peu importe que l'actif soit créé ou acquis : dès lors qu'il respecte les critères, qu'il peut être évalué et que sa valeur peut être suivie dans le temps, il devrait être inscrit à l'actif, nonobstant les interdictions prévues par les normes révisées. Dans ce contexte, le *goodwill*, dont la comptabilisation s'explique initialement par l'enregistrement du prix d'acquisition et qui n'est qu'un montant résiduel après affectation notamment aux incorporels, ne devrait pas avoir vocation à rester au bilan et devrait faire l'objet d'amortissement systématique pour éviter les bombes à retardement.
- Tout passif doit être maintenu, tant que l'obligation correspondante n'est pas totalement éteinte, et que l'entreprise reste donc en risque.

2. Evaluons les actifs et les passifs détenus à des fins de transaction ou pour être vendus à court terme, en fonction du marché : il faut, pour éviter de tomber dans le piège que représenterait une « comptabilité d'intention », des critères objectifs pour déterminer le plus précisément possible la limite entre les actifs et passifs de transaction et les autres types d'éléments ; l'efficacité de ces critères ne pouvant être jugée qu'avec l'expérience.

3. Evaluons les actifs et les passifs détenus sur le long terme en fonction d'autres critères (la valeur d'utilité est souvent évaluée par référence aux flux futurs attendus sur la durée de détention). Les moins-values latentes significatives devront être enregistrées (un seuil pourrait être prévu) ; en ce qui concerne en revanche les plus-values latentes, la réflexion n'est sans doute pas mûre : autant il paraît raisonnable d'enregistrer la juste valeur d'un élément en cas de transaction (cela pourrait s'appliquer également aux incorporels créés), autant il ne semble pas raisonnable de faire évoluer systématiquement la valeur d'un bien d'exploitation en fonction du marché ou des flux futurs qu'on en attend.

Bien sûr, les normes comptables n'auront jamais pour effet de révéler mécaniquement la valeur de l'entreprise : il y aura toujours une déconnexion entre valeur et capitaux propres. Les investisseurs devraient toutefois systématiquement s'interroger sur les causes d'une trop grande déconnexion entre la capitalisation boursière d'une entreprise et ses capitaux propres. Un effort d'information, voire de formation des investisseurs, pour une plus grande responsabilisation des futurs actionnaires semble nécessaire dans ce cadre. L'actionnaire doit également intégrer l'idée que l'investissement boursier n'est pas un jeu, mais un acte de financement qui comporte des risques et des opportunités.

René Ricol est président de Ricol, Lasteyrie & Associés.

Sonia Bonnet-Bernard est associée de Ricol, Lasteyrie & Associés.

Quelques exemples d'impacts sur le tableau des flux de trésorerie

Xavier Paper

Le tableau des flux de trésorerie : un outil au service de la transparence de l'information financière

La transparence des comptes des entreprises, la complexité de certaines opérations et, de manière plus générale, la lisibilité et l'accessibilité de la communication financière sont au cœur de l'actualité économique ; dans ce cadre, le grand public éprouve chaque jour des difficultés croissantes pour décoder les rapports financiers des entreprises tant les concepts utilisés, souvent d'origine anglo-saxonne (EBIT, EBITDA, *free cash flows*, capacité d'autofinancement, marge brute d'autofinancement...), sont ésotériques et peu codifiés. Ce sentiment d'impuissance face à l'hermétisme des jargons comptables et financiers, également entretenu par la diversité des normes comptables en vigueur (« *French GAAP* », IFRS, US GAAP...) et des effets divergents qu'elles sont susceptibles de produire, risque de mettre à mal la communication financière des entreprises si elles n'y prennent pas garde.

Le rétablissement de la confiance des investisseurs dans l'information financière passe nécessairement par l'utilisation d'un langage plus simple, à la portée du plus grand nombre.

Dans un tel contexte, le tableau des flux de trésorerie constitue sans aucun doute un outil au service de la transparence financière : il repose sur un concept proche des « préoccupations de la ménagère », le *cash*, théoriquement dépollué des conventions comptables ; il permet d'assurer le lien entre les variations de la trésorerie, les variations de l'endettement net et les indicateurs comptables de mesure de la performance. Qui plus est, dans l'environnement des comptes consolidés, ce document de synthèse donne aux utilisateurs des états financiers des informations claires et lisibles sur les impacts des variations de périmètre et des variations de taux de change.

Le passage aux normes IFRS : l'opportunité d'un regain d'intérêt pour le tableau des flux de trésorerie

Le passage aux normes IFRS et les nouvelles règles et méthodes comptables qui vont en découler, telles que, par exemple :

- l'application de la méthode de la juste valeur,
- la comptabilisation des stock-options,
- la ventilation des instruments hybrides de financement en instruments de dette et instruments de capitaux propres,
- la comptabilisation des engagements de retraite et des avantages assimilés,
- l'actualisation des dettes et des créances à long terme,

ne vont pas manquer, tout au moins dans un premier temps, de déconcerter les utilisateurs des états financiers que sont les dirigeants d'entreprises ou les investisseurs. Dans cet environnement normatif en plein bouleversement, le tableau des flux de trésorerie, dont on peut raisonnablement penser qu'il va connaître un vif regain d'intérêt tant il a été jusque-là le parent pauvre de l'information financière, devrait permettre de gommer certaines des difficultés d'application, souvent d'origine conceptuelle, consécutives au passage aux normes IFRS.

Croire que la présentation du tableau des flux de trésorerie ne doit pas évoluer, au motif que cet état de synthèse analyse la variation de trésorerie, indicateur insensible, par nature, à l'évolution des règles et méthodes comptables ou des changements de référentiels comptables, procède d'une erreur de raisonnement ; cet état de synthèse va nécessiter des aménagements de présentation destinés à prendre

en compte l'impact de certaines des normes IFRS publiées postérieurement à la révision en 1993 de la norme IAS 7 relative au tableau des flux de trésorerie.

Ces aménagements trouvent, pour l'essentiel, leur origine dans le fait que le flux net de trésorerie généré par l'activité, ou par l'exploitation selon la terminologie utilisée, est déterminé selon l'approche indirecte à partir du résultat net qui est, sans conteste, l'indicateur le plus sensible aux règles et méthodes comptables.

Le résultat net, tel que calculé selon les normes IFRS, prend notamment en compte les éléments détaillés ci-après.

- a) *Les gains et les pertes latents liés aux variations de juste valeur de différents postes de l'actif et du passif du bilan* : sont susceptibles d'être concernés certains instruments financiers visés par les normes IAS 32 et IAS 39, tels que les instruments de couverture de juste valeur (couverture, par exemple, d'emprunts ou de prêts assortis d'une rémunération à taux fixe). Les gains et les pertes latents peuvent également s'appliquer aux immeubles de placement, visés par la norme IAS 40, pour lesquels, il sera possible, sur option, de procéder à la réestimation de leur valeur vénale lors de chaque arrêté de comptes. Toutes ces écritures consécutives aux variations de juste valeur affectent, tantôt les capitaux propres, tantôt le résultat net à la baisse ou à la hausse sans que cela emporte la moindre conséquence en termes d'encaissement ou de décaissement et donc d'impact sur la trésorerie. De la même façon que sont extraits du résultat net les charges et produits calculés liés aux dotations aux amortissements et provisions ainsi qu'aux reprises de provisions correspondantes, les variations de juste valeur qui sont incluses dans le résultat net, pour les besoins de sa détermination, doivent en être extraites pour déterminer le flux net de trésorerie lié à l'exploitation ; c'est pour cette raison qu'il est nécessaire de faire apparaître dans la partie haute du tableau, parmi les rubriques correctrices du résultat net, une ligne spécifique intitulée « gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur ».
- b) *La juste valeur des avantages consentis au personnel sous forme de stock-options* : la norme IFRS 2 exige leur inscription, par voie d'étalement, dans les charges de personnel du compte de résultat, de la date à laquelle l'avantage est consenti (*grant date*), qui correspond généralement à la date d'attribution par le conseil d'administration, et la date à compter de laquelle toutes les conditions sont réunies pour que le salarié puisse bénéficier de l'avantage (*vesting date*). En termes d'écritures comptables, l'augmentation des charges de personnel trouve sa contrepartie dans les comptes de capitaux propres hors résultat, de sorte que ces opérations demeurent sans aucun impact sur la trésorerie de l'entreprise tant que les salariés ne procèdent pas à l'exercice de leurs options. Là également, il est logique que la construction du tableau des flux de trésorerie conduise à extraire du résultat net les charges et produits calculés liés aux stock-options et instruments assimilés.
- c) *L'impact des frais financiers supplémentaires* : correspondant, par exemple, au retraitement des obligations convertibles en actions que les textes français considèrent comme de purs instruments de dette alors que la norme IAS 32 considère qu'ils sont constitués, d'une part d'un instrument de dette, d'autre part d'un instrument de capitaux propres, ce dernier correspondant à l'option dont dispose le porteur de l'obligation convertible d'accéder un jour au capital s'il venait à convertir son obligation en actions. Dès l'émission de l'obligation convertible, l'entreprise doit dissocier ces deux instruments pour n'enregistrer dans ses dettes financières que l'instrument de dette, pour un montant correspondant aux flux de trésorerie associés à l'obligation convertible, actualisés au taux auquel l'entreprise se serait endettée s'il elle avait émis une obligation classique. A titre d'exemple, si une entreprise émet des obligations convertibles au taux de 1% alors que le taux se serait élevé à 5% en présence d'obligations classiques, l'application des textes en vigueur en France conduit à comptabiliser dans le compte de résultat des charges financières au taux contractuel de 1%. A *contrario*, les normes IFRS conduisent à comptabiliser des charges financières au taux théorique de 5%, appliqué au montant de l'instrument de dette. Cette différence d'approche se traduit donc par un renchérissement, de nature purement comptable, du coût de l'endettement, alors que les décaissements liés au paiement des frais financiers résultent, de manière immuable, du taux contractuel de 1%. L'augmentation des charges financières trouve sa contrepartie dans une augmentation équivalente des dettes financières, jusqu'au moment où ces dettes financières finissent par atteindre le montant qui aurait résulté, dès l'origine, de la

comptabilisation des obligations convertibles selon les dispositions en vigueur en France. Le renchérissement apparent du coût de l'endettement affectant le résultat net à la baisse, il devrait être logique d'en extraire l'impact du compte de résultat. En pratique, cette extraction s'opère naturellement car, la capacité d'autofinancement étant déterminée avant impact du coût de l'endettement, ce coût apparaît au sein de la fonction financement pour un montant qui prend en compte que les frais financiers, calculés au taux théorique de 5%. Le passage aux normes IFRS affecte également les lignes relatives aux emprunts (encaissements et remboursements).

- d) *L'augmentation des engagements de retraite et avantages assimilés* : elle n'est pas comptabilisée sous forme de dotations aux provisions mais, inscrite dans les coûts de retraite du compte de résultat, a pour contrepartie une augmentation équivalente des dettes à long terme vis-à-vis du personnel et donc une diminution du besoin en fond de roulement lié à l'activité, ne doit pas figurer sur la ligne « *dotations nettes aux amortissements et provisions* ». L'augmentation des engagements de retraite vient donc naturellement en diminution de la capacité d'autofinancement, et n'a aucun impact sur la trésorerie, en raison de sa neutralisation par la variation du besoin en fond de roulement. C'est seulement au moment où le salarié perçoit, par exemple, une indemnité de départ en retraite, indépendamment de la date à laquelle celle-ci a été portée dans le compte de résultat, que le flux net de trésorerie généré par l'activité se trouve affecté.
- e) *L'actualisation des dettes et des créances à long terme ne portant pas intérêt* : les dettes et des créances présentant ces caractéristiques ne sont pas portées au bilan à leur coût historique ni à leur valeur nominale, mais à un coût actualisé prenant en compte les frais financiers ou les produits financiers que l'entreprise supporterait ou percevrait en présence d'une rémunération conforme aux taux des marchés. L'entreprise doit donc enregistrer des charges financières ou des produits financiers théoriques venant majorer les dettes et les créances, initialement comptabilisées pour un montant actualisé qui est nécessairement moins élevé que la valeur nominale. L'accroissement des charges et des produits financiers résultant de cette logique d'actualisation n'a aucun impact sur la trésorerie et doit donc donner lieu à retraitements pour les besoins du calcul du flux net de trésorerie généré par l'activité. Cette majoration est incluse dans le résultat financier, et, par voie de conséquence, dans le résultat net ; elle a, en outre, un impact équivalent sur le montant de la capacité d'autofinancement. Lors de l'élaboration du tableau des flux de trésorerie, la majoration des charges et des produits financiers se trouve neutralisée par la variation du besoin en fond de roulement pour finalement n'avoir aucune incidence sur le flux net de trésorerie généré par l'activité. Lors du dénouement des opérations et du règlement des dettes ou des créances, les décaissements ou encaissements incluent mécaniquement le montant théorique des charges ou des produits financiers et ont une incidence sur le besoin en fond de roulement, de sens inverse à celui observé lors de la comptabilisation progressive de ces charges ou de ces produits théoriques ; c'est seulement à cette date que le flux net de trésorerie généré par l'activité va se trouver mouvementé.

Le tableau des flux de trésorerie n'est pas à l'abri des changements de référentiels comptables.

On l'aura compris, contrairement aux idées reçues, le passage aux normes IFRS n'est pas sans incidence sur le tableau des flux de trésorerie. Il affecte nécessairement :

- la présentation de cet état de synthèse, en raison de la création de lignes supplémentaires non prévues dans le cadre de l'application des dispositions en vigueur en France ;
- l'indicateur de performance que constitue la capacité d'autofinancement, représentative de la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie, toujours virtuels tant que les opérations ne se sont pas dénouées par des encaissements ou des décaissements ;
- les modalités de répartition des flux de trésorerie entre les opérations liées à l'activité, les opérations liées à l'investissement et les opérations liées au financement.

Xavier Paper est associé fondateur de Paper Audit & Conseil.

ANNEXE

MODELE DE TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE <i>(les lignes en italiques sont affectées par le passage aux normes IFRS)</i>	
<p>Résultat net consolidé (y compris intérêts minoritaires) +/- <i>Dotations nettes aux amortissements et provisions (y compris celles liées à l'actif circulant)</i> -/+ <i>Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur</i> +/- CHARGES ET PRODUITS CALCULES LIES AUX STOCK-OPTIONS ET ASSIMILES -/+ <i>Autres produits et charges calculés</i> -/+ Plus et moins-values de cession -/+ Profits et pertes de dilution +/- QUOTE-PART DE RESULTAT LIEE AUX SOCIETES MISES EN EQUIVALENCE - Dividendes (titres non consolidés) + Coût de l'endettement financier net +/- Impôts (y compris impôts différés) <i>Capacité d'autofinancement (avant impôts, dividendes et coût de l'endettement financier net) (A)</i> - Impôts versés (C) +/- <i>Variation du B.F.R. lié à l'activité (y compris avantages au personnel et actualisation) (B)</i></p> <p>= FLUX NET DE TRESORERIE GENERE PAR L'ACTIVITE (D) = (A + B + C)</p> <p>- Décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles + Encaissements liés aux cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles</p> <p>- Décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations financières (titres non consolidés) + Encaissements liés aux cessions d'immobilisations financières (titres non consolidés)</p> <p>+/- Incidence des variations de périmètre</p> <p>+ Dividendes reçus (sociétés mises en équivalence, titres non consolidés)</p> <p>+/- Variation des prêts et avances consentis + Subventions d'investissement reçues +/- Autres flux liés aux opérations d'investissement</p> <p>= FLUX NET DE TRESORERIE LIE AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT (E)</p> <p>+ <i>Sommes reçues des actionnaires lors d'augmentations de capital</i> . <i>Versés par les actionnaires de la société mère</i> . <i>Versés par les minoritaires des sociétés intégrées</i> + Sommes reçues lors de l'exercice des stock-options -/+ Rachats et reventes d'actions propres - Dividendes mis en paiement au cours de l'exercice . Dividendes versés aux actionnaires de la société mère . Dividendes versés aux minoritaires de sociétés intégrées + <i>Encaissements liés aux nouveaux emprunts</i> - <i>Remboursements d'emprunts (y compris contrats de location-financement)</i> - <i>Intérêts financiers nets versés (y compris contrats de location-financement)</i> +/- Autres flux liés aux opérations de financement</p> <p>= FLUX NET DE TRESORERIE LIE AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT (F)</p> <p>+/- Incidence des variations des cours des devises (G)</p> <p>= VARIATION DE LA TRESORERIE (D + E + F + G)</p>	

Nous ne sommes qu'au début de la phase de transition

Entretien avec Gilbert Gélard

Pourquoi avoir procédé à un « big bang », avec le basculement vers les IFRS de toutes les sociétés cotées sur l'exercice 2005 ?

Il était nécessaire de procéder à un basculement en une fois pour la transition vers les IFRS. En effet, un processus graduel, quelle que soit sa forme et ses modalités, aurait été insuffisant à assurer la convergence des normalisations nationales dans des conditions satisfaisantes. Or, les normes IFRS améliorent la transparence et la qualité de l'information financière pour les investisseurs. L'essentiel de l'avantage réside dans la comparabilité qui est ainsi établie à l'intérieur de l'Union européenne et, dans une moindre mesure, avec le reste du monde. En réalité, le fait de se demander si tel ou tel traitement national, français ou autre, est égal ou supérieur au traitement correspondant en IFRS n'est pas la question : ce qui est important, c'est qu'il n'y ait pas, ou le moins possible, d'arbitrage comptable à l'intérieur du marché financier unique.

Soyons humbles : les besoins des investisseurs en matière de normes comptables restent dans une large mesure à découvrir – y compris par eux-mêmes ! Les investisseurs se sont sans doute parfois montrés trop peu exigeants dans le passé. En revanche, leurs exigences s'accroîtront au fur et à mesure que la transparence augmentera et que les analystes auront assimilé la nouvelle donne.

L'état actuel des normes assure-t-il un degré suffisant de pertinence de l'information ?

Globalement, l'information ainsi présentée sera pertinente, même si la normalisation est un processus continu plutôt que des textes inscrits dans le marbre.

La partie du « cadre conceptuel » (*IASB framework*) qui traite des éléments des états financiers ne permet pas d'inscrire à l'actif des éléments qui ne sont pas des actifs, ou au passif des éléments qui sont autre chose que des passifs. Si c'est cela qu'on désigne par « approche bilancielle, il me semble qu'une telle approche est légitime. Un autre problème, à vrai dire insuffisamment abordé dans le *framework*, est celui de l'attribut d'évaluation. La juste valeur n'est pas mentionnée, et ainsi le *framework* est en retard par rapport aux normes les plus nouvelles et aux pratiques contemporaines. Il faudra y remédier à l'avenir. Le cadre conceptuel va d'ailleurs être révisé.

La question des normes sectorielles s'est posée de manière récurrente. L'expérience montre que le plus souvent des normes sectorielles s'écartant sensiblement des principes généraux ne sont pas justifiées. En tout cas, le normalisateur ne doit accepter une approche sectorielle que s'il est clairement prouvé qu'aucune autre solution satisfaisante n'est possible. Or, il arrive que l'affirmation des spécificités – « notre métier est différent, donc la comptabilité de notre métier doit elle aussi être différente » – ait pour effet de conserver des avantages acquis indus au détriment de la transparence du marché. Il arrive d'ailleurs que celui-ci sanctionne le secteur en question. L'attitude du normalisateur face aux revendications sectorielles doit donc être faite de scepticisme, même si celui-ci doit être tempéré par un examen approfondi et impartial des réalités et des faits.

L'IASB n'est-elle pas allée trop loin dans l'application de la « juste valeur » ?

L'attribut de juste valeur manque de fondement dans le *framework*, qui est déjà ancien (1988). Cependant, son utilisation est courante pour les prises de décisions économiques.

L'utilisation des modèles est courante en interne dans les entreprises. Aurait-on peur de les extérioriser ? Cela étant, la hiérarchie de détermination des justes valeurs a encore besoin d'être affinée et le sera prochainement par l'IASB.

Le débat, comme souvent en normalisation comptable, se situe dans le compromis entre les exigences parfois contradictoires de pertinence et de fiabilité. Le débat public s'est concentré sur les instruments financiers, mais il y a bien d'autres domaines en comptabilité où les actifs et les passifs font appel à

des estimations où les incertitudes sont grandes, par exemple les retraites. Fallait-il pour autant ne pas les comptabiliser ? On voit bien où cela mène.

Le débat se situe aussi dans la constatation que les systèmes mixtes d'évaluation, qui mêlent juste valeur et coût historique par exemple, sont source de complexité et de manque de clarté. Un système non mixte permettrait de traiter en grande partie le problème du *mismatch* (dans l'assurance), sinon celui de la volatilité.

La peur de la juste valeur peut faire penser à celle du Big Bang de l'An 2000. En réalité, la transition sera moins traumatique qu'il ne l'a été dit par certains.

Il est aussi reproché à ces normes d'induire de la part des acteurs économiques des comportements très concentrés sur le court terme...

Le débat sur le court terme par rapport au long terme, tel qu'il est souvent posé à propos des IFRS, ne résiste pas à l'examen. Si pour voir à long terme, il suffisait de lisser les résultats à court terme, il y aurait pléthore de grands gestionnaires. Le « long terme » est parfois utilisé comme alibi pour refuser l'exigence de transparence et de sincérité.

A partir du moment où une volatilité homogène des résultats chez tous les acteurs appliquant les mêmes normes serait devenue la règle, elle n'entraînerait pas de volatilité induite des cours. Là encore, les peurs exprimées par certains sont excessives et infondées.

Que vont devenir les normes comptables nationales ?

Elles pourraient perdre rapidement de leur importance... Il appartiendra à chaque pays de déterminer son orientation en la matière.

Au niveau communautaire et dans la relation entre Union européenne et IASB, le processus institutionnel vous semble-t-il satisfaisant ?

L'IASB n'est qu'une force de proposition, ce qui est la contrepartie de son indépendance. Pour que les normes puissent s'imposer aux émetteurs dans le cadre d'un système de droit, un processus de validation institutionnel, en Europe comme dans d'autres parties du monde, est donc évidemment nécessaire. Le processus selon lequel fonctionne l'IASB a été conçu pour optimiser le dialogue et la transparence dans toute la mesure compatible avec l'efficacité.

Il y a eu période de rodage et pression pour respecter les délais imposés par l'Union européenne et par l'Organisation internationale des Commissions de valeurs pour 2005. Le *due process* de l'IASB est en cours d'affinement. Il n'est donc pas parfait ; mais il me semble néanmoins que son niveau de transparence est bien supérieur à ce qu'on trouve dans les processus suivis par nombre de ses critiques.

L'application des IFRS permettra-t-elle de rétablir la confiance dans l'information financière des entreprises ?

Le manque de confiance des investisseurs tient à de multiples dysfonctionnements possibles et historiquement constatés dans la chaîne de *reporting* financier qui part des normes et aboutit aux états financiers publiés, en passant par l'entreprise et sa gouvernance, l'audit, le régulateur boursier, les mécanismes imposés par des règles telles que celles résultant de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, etc.

Il faudra donc se garder d'attribuer, sans examen critique, aux nouvelles normes le premier scandale qui se produira – car il y en aura sans aucun doute. Mais, si le reste de la chaîne fonctionne, les normes IFRS apporteront leur contribution au bon fonctionnement du marché, et il est d'ores et déjà clair que cette contribution sera positive car le marché européen disposera d'un langage beaucoup plus homogène qu'auparavant (une langue au lieu de 25), Mais il faut éviter la dialectisation ; le processus interprétatif a donc un rôle important à jouer.

Gilbert Gélard est membre de l'International Accounting Standards Board (IASB).

Propos recueillis par Nicolas Véron

Les pièges de la juste valeur

Franck Bancel, Pascale Delvaille, Christopher Hossfeld

Cette note présente, en réponse à la sollicitation de l'AFG et de la FFSA, une critique de la notion de juste valeur et s'interroge sur la capacité des nouvelles normes comptables à renforcer la confiance des investisseurs

1. Critique de la juste valeur

La généralisation du principe de la juste valeur dans les nouvelles normes comptables IFRS nous amène à formuler un certain nombre de critiques. Elles sont présentées ci-dessous.

1.1. Difficultés de mise en œuvre

Selon le principe de la juste valeur, les comptes des entreprises doivent considérer des valeurs de marché (et donc s'affranchir du principe des coûts historiques). Cette approche tente de rapprocher les financiers et les comptables mais surtout de réconcilier les entreprises et les investisseurs. L'idée est en effet de permettre aux utilisateurs des comptes (investisseurs, analystes, etc.) de mieux appréhender la valeur grâce à l'information comptable et finalement de mieux saisir la « réalité » de l'entreprise.

Ce principe de la juste valeur pose cependant de nombreuses questions conceptuelles et pratiques en ce qui concerne sa mise en œuvre. L'évaluation des entreprises est certes fondée sur un corpus théorique mais relève largement de pratiques et nécessite l'estimation de nombreux paramètres. Par exemple, les composants du taux d'actualisation (nécessaires à l'actualisation des flux) comme le coût des fonds propres reposent sur l'estimation de paramètres comme le bêta ou la prime de risque de marché qui diffèrent largement selon les modalités retenues pour leur calcul. Comment dès lors établir une méthodologie acceptable par tous alors que la théorie financière ne donne pas de réponse définitive ? Comment s'assurer que les entreprises utiliseront les mêmes techniques de valorisation ?

En outre, la conjoncture économique est instable et influe cependant de manière notable sur les valorisations des entreprises. Dans ce contexte, si le bilan d'une entreprise pouvait constituer une « photographie » de la vraie valeur de l'entreprise, il est probable que le temps de développement de cette photographie (de l'ordre de plusieurs semaines à plusieurs mois) suffirait à la rendre décalée par rapport à sa « vraie » valeur.

1.2. L'accentuation des cycles économiques

Le principe de la juste valeur dans les nouvelles normes va introduire de plus fortes variations dans les comptes, notamment en ce qui concerne le résultat et les capitaux propres. Il n'est donc pas exclu que le comportement des acteurs devienne plus instable et que se développent des comportements procycliques, amplifiant ainsi les « bulles » spéculatives ou les périodes de récession.

En cas de conjoncture favorable, les « justes valeurs » augmenteront mécaniquement, ce qui se traduira dans les comptes des entreprises (notamment pour les banques et les compagnies d'assurances) par une hausse du résultat et des capitaux propres. Cette hausse permettra par exemple aux banques de prêter davantage – le risque de crédit diminuant, et les fonds propres augmentant – et incitera les analystes à recommander les titres à l'achat, renforçant de ce fait le cycle haussier. Dans un contexte récessif, un mouvement inverse se déclencherait.

Les directions d'entreprises devront prendre en compte ces mécanismes. Une vision à long terme de la stratégie d'entreprise sera probablement plus difficilement défendable par les directions face aux analystes financiers. Dans un monde idéal, les règles comptables ne devraient pas avoir une influence notable sur le comportement des entreprises. Or, il est probable que le principe de la juste valeur renforcera l'influence de la comptabilité dans les choix des dirigeants.

1.3. *Quels champs pour la juste valeur ?*

Les normes comptables actuelles prennent déjà en compte le principe de « la juste valeur » mais de manière asymétrique. En effet, seules les baisses de valeur doivent aujourd'hui être comptabilisées. Ce traitement vise à atteindre l'objectif premier des comptes individuels, à savoir le calcul prudent d'un bénéfice servant de base de distribution et d'imposition. Ce traitement est en revanche moins adapté aux comptes consolidés dont la seule finalité est de donner une bonne information. On peut ainsi se demander s'il ne serait pas préférable de comptabiliser d'une façon symétrique hausses et baisses de (juste) valeur.

Les nouvelles normes internationales proposent une comptabilisation plus symétrique. Dans certains domaines, cette comptabilisation est obligatoire, et elle est optionnelle dans d'autres. Pour autant, ce traitement comptable permet-il de produire une meilleure information ? Il est permis d'en douter. La juste valeur étant basée sur des valeurs de transaction sur un marché, l'évaluation de la plupart des actifs et passifs ne correspondra plus à leur valeur d'usage. S'il apparaît justifié d'évaluer à leur valeur de marché des actifs destinés à être prochainement cédés (par exemple, des valeurs mobilières de placement), il est beaucoup plus discutable de comptabiliser une immobilisation à sa valeur de marché si elle a vocation à rester la propriété de l'entreprise. Il est d'ailleurs probable que la qualité de l'information comptable se dégraderait davantage si on évaluait tous les actifs et passifs à leur valeur de marché/juste valeur comme cela a été proposé dans les projets dits « *full fair value* ». En fait, cette comptabilisation correspondrait à la valeur de liquidation de l'entreprise, ce qui est contraire au principe comptable de continuité qui s'applique d'ailleurs aux normes IFRS (« cadre conceptuel », §23). En conséquence, nous pensons qu'il convient de limiter la juste valeur aux seuls actifs et passifs destinés à être vendus dans un futur proche.

2. **Nouvelles normes comptables et confiance des investisseurs**

La deuxième question que nous avons souhaité traiter consiste à s'interroger sur la capacité des nouvelles normes à renforcer la confiance des investisseurs et de ce fait à répondre aux critiques qui ont émergé après les scandales financiers du type Enron.

2.1. *Le renforcement de la confiance*

Deux réponses peuvent être apportées.

- D'une part, les investisseurs – en supposant qu'ils aient été bien formés aux concepts et méthodes comptables intégrés dans les IFRS – disposeront d'une information publiée plus homogène et plus détaillée, ce qui devrait répondre à leurs besoins. A titre d'exemple, en matière de *goodwill*, le fait de ne plus amortir systématiquement les écarts d'acquisition à compter de 2004-2005 (IFRS 3) devrait améliorer la comparabilité des résultats et des performances des entreprises.
- A contrario, les nombreuses hypothèses sur lesquelles reposent les évaluations des actifs et passifs pour la détermination de leur « justes valeurs » – ainsi que les changements d'hypothèses d'une période à l'autre – vont rendre l'information plus technique et complexe à analyser, ce qui risque d'entraîner une méfiance de la part des investisseurs. Les normes IFRS débouchent sur des documents comptables qui sont fondamentalement plus difficiles à lire et à appréhender. Les entreprises vont devoir produire des comptes d'ajustement et au moins de manière transitoire continuer à publier des comptes dans les anciens formats. Les investisseurs auront en effet besoin de repères sous peine de ne pouvoir interpréter les comptes. Ceci sera probablement source de nombreuses confusions.

2.2. *Le processus d'élaboration, de révision et de validation des normes*

Le processus de validation des normes par le Comité de Réglementation Comptable européen (CRCE) est particulièrement important et, dans le cas de conflit entre une norme internationale et une règle acceptable au niveau européen, on peut imaginer que la Commission se substitue temporairement à cet organisme auquel elle avait délégué le pouvoir de normalisation.

On peut imaginer ainsi qu'elle autorise les entreprises européennes à ne pas utiliser certaines méthodes pour l'enregistrement des actifs et des passifs au bilan, mais qu'elle rende parallèlement obligatoire la publication des « justes valeurs » dans les notes annexes aux comptes. Cette solution, parfois préconisée au niveau européen afin de parvenir à une harmonisation – et non à une standardisation – des comptes a cependant l'inconvénient de réintroduire un référentiel « à deux vitesses » : les IFRS appliquées en totalité (ce qui correspond à l'obligation actuelle prévue dans la norme IAS 1) ou des « équivalents IFRS » qui autoriseraient l'application des IFRS avec certaines exceptions, à condition de présenter une information complémentaire en annexe. Elle a en revanche l'avantage de laisser aux analystes financiers et aux autres utilisateurs des comptes la possibilité de retraiter ou non ces informations pour les comparer aux mesures de performance publiées par les entreprises nationales, au moins pendant une période transitoire. En effet, un des problèmes posés est celui de la mesure des indicateurs financiers calculés selon deux référentiels (international et national¹³) qui, même s'ils convergent à terme, restent encore différents, en particulier dans les pays d'Europe continentale.

Quant au processus d'élaboration et de révision des normes, il paraît souhaitable de renforcer l'implication des diverses parties prenantes (régulateurs, entreprises, analystes et académiques¹⁴) afin de parvenir à une plus grande concertation de la part de l'IASB et que certaines propositions soient reconnues et acceptées en amont du processus de validation.

Franck Bancel est professeur de Finance à l'ESCP-EAP.

Pascale Delvaille est professeur de Comptabilité à l'ESCP-EAP.

Christopher Hossfeld est professeur de Comptabilité à l'ESCP-EAP.

¹³ Dans la mesure où d'une part, de grandes entreprises ou organisations nationales ne sont pas toujours cotées en Europe et, d'autre part, les règles qui régissent l'établissement des comptes individuels ne sont pas les mêmes que celles utilisées pour les comptes consolidés.

¹⁴ A cet égard, il convient de souligner la création de groupes de travail au sein de l'EAA (European Accounting Association) pour contribuer à l'amélioration de la participation européenne et à l'enrichissement des débats (actuellement, l'EAA Financial Reporting Standards Committee travaille sur trois projets : amendements à IAS 39, Regroupements d'entreprises phase II et Normes comptables pour les PME).

La convergence IFRS – US GAAP : vers une hybridation des modes de normalisation ?

Christian Hoarau

Parmi les voies possibles de l'harmonisation comptable internationale, la convergence est un processus permettant de parvenir, de manière plus ou moins volontariste, à un rapprochement de fond des diverses normes comptables. C'est cette voie qui a été retenue par l'IASB et par le FASB (*Financial Accounting Standards Board*, normalisateur comptable des Etats-Unis) pour rapprocher à court et moyen terme leurs normes respectives. Le processus s'inscrit dans le cadre de « *l'Accord de Norwalk* » conclu par ces deux organisations en octobre 2002.

La recherche de convergence s'est déjà traduite par un rapprochement des deux référentiels international et américain, sur plusieurs sujets avec des influences réciproques : en particulier, alignement du FASB sur la position de l'IASB pour la suppression de la méthode du *pooling of interest*, alignement de l'IASB pour la suppression de l'amortissement systématique du *goodwill*, alignement de l'IASB sur les traitements détaillés des impôts différés, position commune sur la comptabilisation en charge de toutes les stocks-options.

Au-delà des différences ou des rapprochements techniques norme par norme, il existe une divergence fondamentale entre les deux systèmes de normalisation dominants au plan international qui peut-être résumée par l'opposition d'approche qui les sous-tend : une approche par les règles versus une approche par les principes.

Par rapport aux besoins des investisseurs, l'une de ces approches est-elle plus pertinente que l'autre ? L'approche par les principes adoptée par l'IASB permet-elle d'atteindre de façon cohérente et compatible les objectifs qu'il assigne à l'information financière ? Le processus de convergence aura-t-il une influence sur le mode de normalisation de l'IASB ?

Notre thèse est que, bien que les deux approches normatives – par les règles pour le FASB et par les principes pour l'IASB – soient opposées, la recherche de convergence pourrait se traduire par leur hybridation. Ceci pour plusieurs raisons.

Les limites de l'approche par les principes et certains attributs conférés à l'existence de règles dans les normes, notamment pour leur mise en œuvre, pourraient conduire l'IASB à en intégrer plus au fil du temps. A l'inverse, le système de normalisation américain fondé sur les règles, qui a été remis en cause après la faillite d'Enron, devrait donner une place plus importante à l'approche par les principes. Mais les Etats-Unis sont dans l'impossibilité de supprimer de façon significative les règles détaillées et de changer d'approche normative, sauf à remettre en cause leur système judiciaire et la pratique courante du litige.

Cette opinion qui postule la nécessité d'une combinaison de principes et de règles dans les normes comptables repose également sur les attributs et limites des approches normatives au regard de deux éléments qui nous paraissent importants pour les investisseurs : d'une part la régulation des comportements des dirigeants en matière de gestion des données comptables, d'autre part la compatibilité des caractéristiques qualitatives de l'information financière, en particulier la pertinence, la fiabilité, la prudence, la comparabilité et la vérifiabilité.

Avant de développer ces deux points, il convient de préciser ce que signifie une norme fondée sur des principes et une norme fondée sur des règles. On définira les règles de façon large en incluant un ensemble de prescriptions contenues dans une norme qui sont principalement axées sur les modalités d'application, telles que celles relatives au champ d'application (critères spécifiques, seuils limites quantitatifs, les exceptions ou restrictions), au traitement comptable (exceptions ou options alternatives), les exemples, les recommandations ou indications détaillées de mise en œuvre.

Dans une approche par les principes, les normes sont fondées sur les principes généraux et les objectifs assignés à l'information financière contenus dans un cadre conceptuel et en particulier l'objectif d'obtention de l'image fidèle. Elles contiennent peu ou pas de règles au sens défini précédemment.

1. La régulation des comportements des dirigeants en matière de gestion des données comptables : aucune approche normative n'est satisfaisante en soi

1.1. L'approche par les règles : une opportunité offerte aux dirigeants de gérer les données comptables au moyen de la structuration des opérations

La littérature fournit de nombreux résultats qui montrent que les managers, avec ou sans la connaissance et le consentement de leurs auditeurs, tout à la fois interprètent les règles et structurent les opérations afin d'obtenir les traitements comptables souhaités.

Une très ancienne et abondante littérature (par exemple, les travaux de la théorie positive à la suite de Watts et Zimmerman, 1986) examine les motivations des managers dans les choix comptables et les décisions prises dans leur propre intérêt. Ces études ne fournissent pas de comparaison entre les approches normatives mais plutôt des preuves documentées des manipulations des états financiers pour les deux types d'approches.

Une étude récente traite de façon spécifique les effets des limites des règles versus approche par les principes en utilisant une revue des données recueillies auprès de 253 associés de cabinets d'audit sur leur expérience de 515 tentatives de gestion des résultats par leurs clients (Nelson et al, 2002).

Cette étude indique que les *managers* sont probablement tentés de gérer les résultats comptables avec la structuration des opérations quand des normes précises gouvernent la comptabilité (locations, consolidation, et ainsi de suite) plutôt que lorsque les normes sont beaucoup plus flexibles. De façon corollaire, les auditeurs permettent probablement les tentatives de gestion des résultats par la structuration des opérations quand les règles à appliquer sont précises et la structuration des opérations est cohérente avec ces règles.

Les résultats montrent que les auditeurs ont des difficultés à obtenir des ajustements de leurs clients quand les transactions ont été structurées pour satisfaire des seuils contenus dans des normes précises avec des règles détaillées.

L'application du principe de « *substance over form* » est le moyen choisi dans le référentiel comptable américain ou celui de l'IASB pour lutter contre ces pratiques de comptabilité créatrice.

Mais les règles détaillées contenues dans les normes, exprimées par des seuils quantitatifs et traduisant la ligne jaune à ne pas dépasser, créent des cibles que les dirigeants utilisent pour atteindre leurs objectifs en matière d'états financiers.

En définitive, l'approche par les règles favorise une conformité apparente des normes (la lettre et non l'esprit) qui est une invitation ouverte à structurer les opérations dans le but de modeler l'image comptable.

Ainsi, pendant longtemps l'image comptable était une représentation modélisée du monde « réel ». Aujourd'hui, c'est le monde « réel » qui est façonné en fonction de l'image comptable souhaitée par les dirigeants (Hoarau, 1995).

A l'opposé, l'approche par les principes est fondée sur le respect de l'esprit de la norme. C'est la voie choisie par l'IASB. Elle paraît la plus souhaitable mais elle comporte également des limites en matière de régulation des comportements des managers vis-à-vis de l'information comptable.

1.2 L'approche par les principes : une opportunité de gestion des données comptables au moyen de l'interprétation qui est croissante avec le degré de flexibilité et d'imprécision de la norme

La latitude inhérente à une normalisation fondée sur les principes est une arme à double tranchant. Cette latitude permet aux managers de choisir les traitements comptables qui reflètent leur connaissance documentée de l'opération économique sous-jacente. Cependant, elle permet également

à des managers de choisir des traitements comptables qui ne reflètent pas la substance économique des opérations traduites dans les états financiers.

Selon les résultats de l'étude Nelson et al (2002), quand les normes ne fournissent pas de règles exprimées sous forme de seuil limite, les managers sont probablement moins enclins à engager une structuration des opérations qui peut se révéler un moyen coûteux. Les auditeurs qui ont répondu à leur enquête ont identifié relativement peu de cas de *reporting* agressif au moyen d'opérations structurées dans le cas de normes imprécises. Le rapport bénéfice / coût de telles opérations devient plus incertain que dans le cadre de normes précises.

En revanche, ils ont identifié de nombreux exemples de *reporting* agressif réalisé par d'autres moyens que la structuration des opérations dans le cadre de normes imprécises. L'étude montre que les auditeurs ont renoncé à ajuster les états financiers dans 61% des cas décrits (Nelson, 2002).

Les auditeurs ont justifié l'abandon des ajustements par au moins deux raisons : les opérations étaient subjectives et ils ne pouvaient pas prouver que les positions de leurs clients étaient incorrectes et/ou elles diminuaient les résultats de l'exercice sous revue et dans ce cas les auditeurs les percevaient comme prudentes.

Avec les normes fondées sur les principes, les managers sont probablement plus incités à justifier les tentatives de gestion des résultats en convaincant leurs auditeurs de leur interprétation de règles imprécises.

Les auditeurs tolèrent probablement plus de telles tentatives de gestion des résultats quand la comptabilité est gouvernée par des normes plus flexibles ou subjectives.

Ceci peut s'expliquer par le fait que les normes comptables flexibles conduisent à des conflits plus importants et plus d'efforts de négociation entre les auditeurs et les clients (Gibbins et al 2001).

Certaines études indiquent également les difficultés auxquelles sont confrontés les auditeurs en présence de telles normes. Trompeter (1994) montre que les auditeurs sont moins capables de résister aux pressions des clients qui agissent de façon agressive sur les états financiers quand il y a un spectre plus large d'alternatives comptables acceptables.

Knapps (1987) indique que la probabilité que les comités d'audit soutiennent les auditeurs dans un conflit avec le management est plus forte lorsque le problème est couvert par des normes contenant des règles précises. Magee et Tseng (1990) modélisent les liens entre les honoraires d'audit, l'indépendance des auditeurs et les caractéristiques des normes comptables. Ils montrent que quand les normes comptables sont spécifiques, les menaces des clients de faire appel à d'autres auditeurs dans le cas d'un conflit sont moins effectives parce que probablement tous les auditeurs auront la même position sur un problème.

On peut déduire de ces études, un lien entre la comptabilité agressive et l'imprécision des normes. Mais il est prématuré de conclure que le comportement des dirigeants sur les états financiers est toujours plus agressif dans le cadre des normes fondées sur les principes.

Toutefois, il convient de rappeler que celles-ci ne contiennent pas ou n'impliquent pas d'exceptions de champ d'application et de traitements comptables qui sont destinées explicitement à lisser les résultats et à en réduire la volatilité.

Un des effets probables de cette approche sera une augmentation de la volatilité des chiffres comptables enregistrés sans que la volatilité économique sous-jacente ne soit modifiée. Or la recherche a mis en lumière que les managers lisent les résultats pour affecter les perceptions de leur performance relative à travers le temps (De Fond et Park ,1997) et que les incitations contractuelles, incluant à la fois les incitations de rémunérations et les incitations résultant des contrats d'emprunts, sont une des raisons qui expliquent que les préparateurs pourraient préférer une faible volatilité des résultats.

Si l'application cohérente des normes fondées sur les principes augmente la volatilité des résultats publiés, une des questions empiriques qui se pose est quels en seront les effets sur les incitations contractuelles et les attentes des investisseurs ?

2. La compatibilité des caractéristiques qualitatives de l'information financière : la nécessaire combinaison de principes et de règles.

L'utilité de l'information comptable pour les investisseurs repose essentiellement sur ses caractéristiques qualitatives, en particulier la pertinence, la fidélité et la fiabilité, la comparabilité et l'intelligibilité. Un des principaux attributs de l'information utile, l'image fidèle, suppose le respect du principe de la prééminence de la substance sur la forme mais également celui de la prudence.

Sans procéder à la comparaison des approches normatives au regard des différentes caractéristiques qualitatives de l'information comptable, on se limitera à avancer d'une part que si l'on souhaite augmenter la comparabilité entre les entreprises les normes doivent contenir un minimum de règles, d'autre part la place prépondérante de l'interprétation dans l'approche par les principes peut faire naître des conflits de représentations comptables.

2.1. L'accroissement de la comparabilité et de la vérifiabilité

L'activité d'interprétation est essentielle dans l'application des normes IFRS. Dans ces conditions, nous ne devons pas écarter la possibilité que des événements similaires puissent être traités de façon différente par des experts de bonne foi exerçant leur faculté de jugement et d'interprétation en toute indépendance.

Les principes risquent de ne pas être appliqués partout de la même façon. Ainsi de façon paradoxale l'application des IFRS réduira la comparabilité des états financiers. On prendra deux exemples pour illustrer cette situation : les modalités d'évaluation des actifs notamment les *goodwills* et la reconnaissance du chiffre d'affaires.

L'estimation de la valeur économique fondamentale des actifs notamment des *goodwills* est principalement fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie. Cette méthode requiert l'élaboration de « business plan » et la détermination du coût moyen pondéré du capital ou WACC¹⁵. On connaît la fragilité attachée à toute prévision de flux de trésorerie, en particulier pour estimer la valeur terminale. Quant au WACC, s'il existe un consensus sur la définition du concept, il n'en est pas de même pour le mode calcul. Il en résulte une diversité méthodologique qui peut se révéler une source d'incertitude sur les valeurs des actifs comptables sans écarter les risques de manipulation. Une des principales difficultés réside dans l'estimation de la prime de risque appliquée aux capitaux propres.

La norme IAS 18 porte sur la reconnaissance du chiffre d'affaires. Elle précise notamment les conditions pour enregistrer les ventes de biens, en particulier le transfert à l'acheteur des risques et avantages inhérents à la propriété et le fait que le vendeur ne conserve ni participation à la gestion telle qu'elle incombe au propriétaire ni le contrôle effectif des biens cédés. Or, selon les pays, les usages varient beaucoup, en matière notamment de garantie de retour. Il est donc probable que l'application ne sera pas la même selon les pays et/ou les secteurs.

D'une manière générale, les données comptables ne seront pas directement comparables. Les interprétations de l'IFRIC peuvent réduire les disparités. De même, on peut supposer qu'au fil du temps les grands cabinets d'audit joueront un rôle clé dans une harmonisation internationale de fait.

Mais si l'on souhaite accroître la comparabilité et la vérifiabilité, les normes doivent contenir des recommandations plus ou moins détaillées de mise en œuvre. La comparabilité entre les firmes et à travers le temps est pratiquement assurée par l'application de la règle.

Ainsi, les indications spécifiques de la façon dont une norme doit être appliquée devraient réduire les effets des différences dans le jugement professionnel. On peut objecter que si les recommandations strictes sont inappropriées, le résultat en sera une comparabilité apparente, et des dispositions dissemblables seront entrées de force dans le même traitement comptable. Mais il n'est pas évident que l'augmentation du volume des recommandations détaillées accroît ce risque.

¹⁵ Weighted Average Cost of Capital.

Le lien entre le volume des recommandations détaillées et le degré de comparabilité des états financiers élaborés selon un même référentiel est une question empirique qui pose des problèmes de conception de la recherche et dont la réponse suppose le maintien constant des événements ou transactions sous-jacents qui sont représentés.

2.2 La place majeure de l'interprétation dans l'approche par les principes peut faire naître des conflits de représentations comptables.

De façon cohérente avec les résultats de la recherche comptable, on soulignera que la mise en œuvre et l'application correctes des normes fondées sur les principes dépendent très largement du comportement des dirigeants, des membres du conseil d'administration et des auditeurs ainsi que de leurs efforts conjoints pour appliquer leurs jugements et expertise professionnels dans le but d'obtenir des états financiers non biaisés (transparence, fiabilité et fidélité).

La place laissée à l'interprétation peut toutefois faire naître des conflits entre une comptabilité d'intention et une description loyale des opérations (neutre, non biaisée). Par exemple, doit-on décrire de la même façon dans les états financiers une restructuration envisagée selon qu'elle est destinée à assurer la continuité d'exploitation des activités ou qu'elle est prévue dans l'hypothèse non formulée explicitement d'abandon à plus ou moins court terme des activités ?

L'IASB et le FASB pourraient être confrontés dans la durée au conflit potentiel entre deux objectifs contradictoires assignés aux états financiers : donner une représentation de la substance des opérations ou fournir des représentations comparables et prudentes.

Si l'on veut privilégier des états financiers comparables et prudents, le normalisateur (et le régulateur) doivent combiner des normes qui soient assez flexibles pour éviter les espaces protégés de la gestion des données comptables par la structuration des opérations et des recommandations de mise œuvre suffisamment détaillées pour assurer une communication précise.

Christian Hoarau est professeur au Conservatoire national des arts et métiers, titulaire de la chaire de Comptabilité financière et Audit

Références

- DeFond, M., et C.Park (1997) , “ Smoothing income in anticipation of future earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 23 (2) : 115-139
- Gibbins,M et al (2001), “ Evidence about auditor-client management negotiation concerning client’s financial reporting”, *Journal of Accounting Research*, 39(3), : 534-563
- Hoarau, C. (1995) “ Les utilisateurs de l’information financière face à la créativité ou l’imagination comptable”, *Revue de droit comptable*, n° 95-2 :77-93
- Knapp, M (1987) “An empirical study of audit committee support for auditors involved in technical disputes with client’s management”, *The Accounting Review*, 62, (July):578-588
- Magee, R., et M. Tseng (1990) “Audit pricing and independence”, *The Accounting Review*, 65, (April):315-336
- Nelson et al, (2002), “Evidence from auditors about manager’s and auditors’ earnings management decisions”, *The Accounting Review*, 77, (supplement): 175-202
- Trompeter, G. (1994), “The effect of partner compensation schemes and generally accepted accounting principles on audit partner judgment”, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 13: 56-71
- Watts, R., et G.Zimmerman, (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs,NJ : Prentice Hall,Inc

Les dangers de la « juste valeur » : une analyse économique

Yuri Biondi, Xavier Ragot

Introduction

Lorsqu'en juillet 2002, la Commission Européenne soumet au Parlement un règlement prévoyant l'adoption de nouvelles normes comptables rédigées par l'IASB, elle ouvre aussi la porte à l'application de la *juste valeur*. Évidemment, il serait faux de présenter la *juste valeur* comme le cœur de toutes les normes proposées par cet organisme indépendant et de droit privé. Seules certaines d'entre elles y font référence, comme, par exemple, les normes IFRS 16, 36 et 39. De plus, la méthode de la *juste valeur* est généralement présentée comme secondaire, la méthode des coûts historiques restant la référence. L'introduction du principe de *juste valeur* n'est pas, cependant, une modification mineure des principes comptables. À la suite de Mistral [2003], nous pensons en effet que « *d'un point de vue conceptuel, la juste valeur est sans nul doute la pierre angulaire du projet conduit par l'IASB* » et que la référence à cette *juste valeur* veut introduire une logique nouvelle dans les écritures comptables, sur laquelle il convient de s'arrêter.

L'objet de ce texte est de montrer que le principe de la *juste valeur* ne constitue pas une avancée de la recherche par rapport à celui du coût historique¹⁶. Au contraire, les travaux récents en termes de *spécificité des actifs et asymétries d'information*, et de *complémentarité et indivisibilité des actifs* plaident plutôt pour la limitation de ce principe. Ainsi, l'objet de la section suivante est de montrer qu'il est infondé, voire dangereux, de s'appuyer sur une transposition directe de principes financiers, comme le principe de *juste valeur*, pour la valorisation des actifs comptables car l'efficacité de ces principes est subordonnée aux conditions de validité de la théorie des marchés complets et parfaits. En effet, les deux couples de concepts auxquels nous faisons appel indiquent précisément l'écart théorique qu'il faut faire par rapport à cette dernière théorie pour penser les entreprises en situation.

La difficulté d'application du principe de *juste valeur* n'a pas échappé aux rédacteurs des normes qui prévoient des dispositions secondaires pour les cas où ce principe ne peut s'appliquer. La prise au sérieux des limites de l'application de la *juste valeur* amène à retourner l'argument : cette évaluation ne devrait-elle pas se limiter à des cas très spécifiques, seulement là où la méthode fondée sur le principe du coût historique est manifestement inadaptée.

La première section de ce texte introduit les notions de spécificité et de complémentarité qui sont mobilisées dans la deuxième section pour analyser plus précisément les difficultés posées par certaines normes.

1 - La spécificité et la complémentarité des actifs

1.1 Spécificité

Le principe de *juste valeur* propose de déterminer la valeur des actifs par l'estimation des flux de trésorerie anticipés actualisés (*valeur instantanée*). Dans le monde des marchés parfaits et complets, cette valeur est égale au prix de marché des actifs. En effet, si la concurrence est pure et parfaite, la valeur de l'actif est exactement égale à ce qu'il coûte (hypothèse de profits nuls) et tous les actifs ont la même rentabilité. En cas d'absence d'un marché de référence, une modélisation doit permettre de construire la valeur actualisée des flux engendrés par cet actif. L'IASB propose, dans cette optique, de prendre la plus grande de ces deux valeurs comme étalon pour la dépréciation de la valeur d'un actif enregistré au coût amorti (IFRS 36).

¹⁶ cf. aussi, par exemple, Aglietta-Rebérioux (2004) ; Bignon, Biondi et Ragot (2004).

Or la *mise en œuvre* des actifs fait apparaître des complémentarités ou synergies avec les compétences propres de l'entreprise dans son ensemble. Ainsi, la rentabilité économique des actifs diffère suivant la nature de l'acquéreur, ce qui est impossible dans la théorie des marchés parfaits. Un actif est dit *spécifique* pour une entreprise lorsque l'utilisation de cet actif par cette entreprise engendre un rendement supérieur par rapport à son utilisation par toute autre entité (Caballero et Hammour [1998] par exemple). Le prix de marché de cet actif, c'est-à-dire l'estimation collective de sa valeur par les autres agents, sera différent de la valeur de cet actif pour l'entreprise¹⁷.

La spécificité et l'asymétrie d'information sont essentielles et inévitables pour tout projet entrepreneurial. Elles sont en effet au fondement de l'avantage compétitif e des « survaleurs » (*goodwill*) qui sont la différence entre la valorisation d'ensemble des actifs dans l'entreprise par rapport à leur valeur de liquidation individuelle¹⁸. On sait que les survaleurs estimées par le marché boursier donnent souvent lieu à des valorisations qui s'avèrent fantaisistes, comme celles issues des transactions lors de la bulle internet. La généralisation de la *juste valeur* rendra structurels les problèmes que l'on perçoit dans la mesure de la survaleur : alors que le problème comptable de la survaleur ne se pose que lors de l'achat de participations ou du contrôle d'une société, la logique de la *juste valeur* l'étend à l'évaluation de tous les actifs à chaque établissement des comptes. Il s'agit donc bien d'une extension de la logique de valorisation financière. Les succès patents de cette dernière au moment de la bulle internet ou dans l'analyse de quelques sociétés dont la faillite nourrit l'actualité financière, amènent à questionner très sérieusement l'intérêt de l'étendre dans les bilans mêmes des entreprises sous peine de voir les bulles boursières se transformer en bulles comptables.

Autant que le problème des bulles et des valorisations fantaisistes, le problème de la sous-estimation de la spécificité des actifs semble frapper les normes comptables proposées par l'IASB. En effet, les normes relatives aux actifs immatériels (IFRS 38) ne valorisent pas à l'actif un ensemble de dépenses qui contribuent à accroître à la fois la spécificité et la valeur industrielle des sociétés, comme la recherche, les coûts de formation du personnel ou les frais de publicité. Celles-ci contribuent à augmenter le capital humain et « organisationnel » ou le capital social et technologique des entreprises. Elles n'apparaîtront pas à l'actif mais seulement en tant que charges dans le compte de résultat. Alors que la logique de la *juste valeur* est de représenter à l'actif la richesse des entreprises, la sous-estimation de la spécificité amène à exclure de l'actif du bilan une part importante du capital d'entreprise.

1.2 Complémentarité

Le paragraphe précédent s'est concentré sur l'évaluation d'un actif isolé. Le problème de l'évaluation de la contribution productive de différents actifs, même non spécifiques, pose des problèmes plus profonds. Dans une logique purement financière, qui sert ici de point de référence obligé, les actifs sont parfaitement indépendants et substituables. Cependant, la logique de détention des actifs n'est pas purement financière, sauf peut-être pour les titres de trésorerie¹⁹. Ainsi, leur *mise en œuvre conjointe* permettra d'augmenter le flux de trésorerie futur par rapport aux actifs séparés. La complémentarité et l'indivisibilité des actifs rendent l'imputation des flux de trésorerie difficile, voire impossible, autant que leur mise en liquidation²⁰.

Une interprétation du bilan de l'entreprise selon la *juste valeur* perdrait de vue une notion fondamentale de l'activité économique de l'entreprise qui affirme que l'entreprise est un collectif

¹⁷ En tant que telle, la spécificité ne pose pas de problème à la définition de la *juste valeur*. D'ailleurs, les rédacteurs des normes IFRS en tiennent compte dans l'évolution de la valeur d'un actif (IAS 36), car ils retiennent pour mesurer celle-ci le montant le plus élevé entre le prix net de revente et la valeur d'utilité, cette dernière étant mesurée par la valeur actualisée. Le raisonnement mené plus haut montre que l'écart entre ces deux valeurs est précisément une estimation de la spécificité de l'actif. Cependant, un problème survient quant à la mesure précise de la spécificité.

¹⁸ Cette valorisation *spécifique* de l'activité d'entreprise dans son ensemble prend en compte, entre autres, un sur-profit espéré conditionnel, et diffère alors aussi bien de la valeur *de marché* que de l'agrégation des valeurs *comptables* selon le principe du coût historique. Ce dernier refuse d'anticiper des revenus futurs, et se consacre à déterminer ce "sur-profit" au fur et à mesure qu'il s'accomplit.

¹⁹ Même dans ce cas, en effet, il faudrait considérer le processus financier interne. Ses modalités pourraient ne pas répondre aux hypothèses d'une trésorerie aussi "parfaite" que les marchés financiers externes.

²⁰ On peut comparer avec l'argument de l'IASB, qui, pour sa part, néglige ces aspects (IFRS 36, B34).

difficilement décomposable du fait de ses nombreuses complémentarités et indivisibilités. Pour employer une référence souvent citée, il s'agit d'une entité qui mobilise de manière complexe des actifs à des fins productives, et qui peut en tant qu'entité rendre des comptes²¹. Une expression simple de la complémentarité concerne les actifs financiers. Une entreprise peut avoir à son actif des titres dont la fonction est de couvrir des risques existant à son passif, risque de change par exemple. La « valeur » pour l'entreprise des titres à l'actif dépend des risques qu'elle perçoit à son passif. Du point de vue comptable, la valorisation des titres dépend donc de l'appréciation des risques portés par l'entreprise entière dans la durée. Si les marchés sont incomplets et imparfaits, c'est-à-dire qu'il existe par exemple des risques non assurables, l'évaluation à la *juste valeur* instantanée serait ambiguë.

Le passage à la *juste valeur* ne semble pas réduire la subjectivité des évaluations et donc la possibilité de camoufler le résultat comptable. On comprend bien dès lors que l'objectif de rendre plus « fidèle » la représentation affichée par les entreprises se révélera finalement assez vain, et n'aboutira enfin qu'à modifier les canaux utilisés par certaines entreprises pour habiller leurs états comptables. En revanche, deux risques opposés sont prévisibles : l'existence de bulles comptables, comme l'on constate des bulles boursières, et la sous-estimation de la spécificité et de la complémentarité des actifs, ramenant la *juste valeur* à la simple valeur liquidative des entreprises. De plus, il y a de fortes chances pour que la cohérence et la fiabilité des comptes soient minées par cette réforme, posant dès lors la question de l'intérêt d'y procéder (Casta-Colasse 2001, Holthausen-Watts 2001, Hoarau 2003). L'entreprise est une entité complexe, qui s'éloigne grandement d'un portefeuille financier d'actifs substituables. Les actifs sont à la fois complémentaires, spécifiques et indivisibles. Ces trois éléments mettent à mal l'idée d'une réglementation comptable fondée sur de seuls principes financiers. C'est à la mesure de cette difficulté que la comptabilité au coût historique prend sens.

2 - Quelques mises en alerte pour les utilisateurs

2.1 La logique économique du principe comptable du coût historique

La comptabilité à coût historique possède une logique économique, fondée sur une vision dynamique de l'entreprise en tant qu'entité productive durable et indivisible. Elle interroge le processus qui amène les capitaux investis dans les ressources d'entreprise jusqu'à la création de valeur et les représente notamment sous forme d'actifs (matériels et immatériels). Elle vise ainsi à évaluer et représenter le *revenu d'entreprise* au fur et à mesure qu'il est généré par cette entité, spécialement grâce aux résultats de ses ventes. La valorisation des actifs fait référence donc à ce processus économique spécifique de l'entreprise, plutôt qu'aux cours boursiers. À l'évidence, pourquoi investir sans retour ? Toute *dépense* activée devrait alors impliquer des résultats. Cependant, est-ce effectivement le cas ? C'est précisément pour cela que l'on rend périodiquement les comptes.

Dans cet esprit, une mise en alerte s'impose pour les utilisateurs et les rédacteurs futurs, en particulier en matière de cohérence inter-temporelle et inter-entreprises, des frontières de l'entité prise en compte, et enfin de la valorisation « prophétique » des actifs, notamment financiers.

2.2 Cohérence intertemporelle et inter-entreprises

Les futurs utilisateurs des bilans selon les IFRS devront d'abord faire attention à la cohérence intertemporelle et de comparaison inter-entreprises, en raison des nombreuses options laissées par l'IASB, par exemple, en matière de valorisation des actifs, entre la notation au coût historique corrigé pour la perte de dépréciation (IFRS 36), et celle au prix courant de marché (très souvent substituée par l'estimation d'experts agréés).

²¹ Cette difficulté est évidemment soulevée dans la présentation des normes, notamment l'IFRS 36. La recommandation est alors de définir des centres de profit entre lesquels les actifs sont substitués (*cash generating unit*), puis de procéder à des répartitions pro-quota quelque peu alambiquées. On imagine également les difficultés sous-jacentes et les débats sans fin quant au regroupement des actifs. Si les centres de profit coïncident avec l'entreprise, enfin, le problème de la valorisation de l'actif sera analogue au problème d'évaluation financière des participations, renvoyant au problème de spécificité évoqué plus haut.

2.3 Frontières de l'entité prise en compte

Toute information comptable demeure en outre inefficace sans une véritable prise en compte des frontières *économiques* des activités mises en œuvre et des risques impliqués. Que ce soit pour la protection des seuls actionnaires ou bien de l'ensemble des parties prenantes, cette reconnaissance est indispensable.

Malheureusement, à ce sujet aussi, les normes IASB s'avèrent insuffisantes. En effet, nous constatons un paradoxe entre la notion générale de contrôle d'une société en termes de gouvernance *effective* de son activité, au-delà de ses frontières légales (p. ex. IFRS 27, §6), et les critères ultérieurs plus spécifiques, qui la relie aux seuls rapports de force juridiquement établis, soit la majorité des votes de gouvernement, soit d'autres arrangements légaux. L'application des normes sur la consolidation du bilan de groupe (IFRS 27), les acquisitions (IFRS 22), les associations (IAS 28) et les *joint ventures* (IFRS 31) méritera alors une attention spécifique. Il s'agit en effet d'instruments comptables qu'une certaine ingénierie juridique et financière exploite, entre autres, pour habiller les comptes et masquer le véritable état des enjeux et des risques économiques et financiers d'ensemble.

Enfin, dans ce contexte, la prise en compte de tout écart d'acquisition (*goodwill*) engendre une dérogation au principe du coût, ce qui aurait mérité plus de précautions de la part de l'IASB. Autrement, les normes pourraient finir par laisser capitaliser un sur-profit espéré conditionnel, camouflé en actif immatériel *amortissable*. Et l'on peut être sûr qu'un certain esprit créatif en comptabilité va être à la mesure du flou toléré.

2.4 Actifs immatériels

Selon le principe du coût historique, en effet, la notion d'actif se justifie par sa combinaison avec les autres ressources dans la coordination économique durable, située et finalisée qu'est l'entité entreprise, sans avoir recours à l'actualisation de flux de trésorerie seulement espérés (Biondi 2003). Elle s'appuie plutôt sur des conventions *fiabiles* de capitalisation et d'amortissement des dépenses correspondantes.

De ce point de vue, la norme IFRS 38 consacrée aux actifs immatériels est critiquable parce qu'elle finit par refuser, en ce qui concerne les ressources immatérielles créées en interne, toute reconnaissance comptable d'actif immatériel à plusieurs dépenses de ce genre, tels que la recherche, les frais de démarrage d'une activité, les coûts de formation du personnel ou les frais de publicité. Elles doivent être comptabilisées en charges dans le compte de résultat. Cette norme semble alors relier la fiabilité de la mesure à l'existence d'une valeur de marché²², plutôt qu'à une valeur d'usage productif (*value-in-use* au sens de Littleton), contrairement au cadre conceptuel (*Framework*) de l'IASB qui reconnaît bien le statut d'actif à toute ressource dont le potentiel demeure utile à l'entreprise, directement ou indirectement.

2.5 Valorisation des actifs aux estimations ...prophétiques (market to model et experts agréés)

Dans de nombreux cas, la référence IASB à la *valeur instantanée* conduira les comptables soit à élaborer des modèles d'évaluation pour estimer les flux de trésorerie futurs engendrés par chaque actif ou centre de profit (*cash generating unit*), soit à s'en remettre au jugement d'experts agréés. Selon les injonctions de l'IASB, toutes ces modélisations doivent être fondées sur des hypothèses raisonnables, qui utilisent les meilleures estimations disponibles. En fait, tout modélisateur sait que de faibles écarts dans les paramètres peuvent aboutir à des postes comptables éloignés de plusieurs ordres de grandeur. Aussi, semble-t-il étrange de fonder la valorisation comptable des actifs sur l'aptitude des rédacteurs ou des experts agréés à prévoir le futur, même lointain. Que les utilisateurs en soient avertis.

2.6 Valorisation des actifs financiers

Encore en matière de valorisation, la solution proposée par l'IASB en matière d'actifs financiers semble engendrer des difficultés remarquables, sans par ailleurs résoudre celles déjà existantes. En effet, cette solution se fonde sur la seule *valeur instantanée* des actifs isolés (très souvent, à leur valeur de marché), en renonçant à la réalisation effective de l'actif et à son rôle dans l'activité économique de l'entité dans son ensemble. On connaît bien les retombées associées à une telle comptabilisation,

²² cf. IAS 38, §6 et IAS38, « Basis for conclusions », §25, §29 point b.

notamment en terme de volatilité du résultat comptable ou des capitaux propres²³. De ce fait, cette solution néglige d'autres aspects plus dynamiques et systémiques. C'est au niveau de l'entité dans son ensemble que se joue la régulation et la représentation des dangers menaçant la continuité de l'exploitation et le maintien du capital investi.

En guise de conclusion

Selon le principe du coût historique, l'information comptable s'appuie avant tout sur l'ensemble des transactions accomplies par l'entité productive (Ijiri 1981, Anthony 1983, Schmalenbach 1926, Zappa 1937), et la valorisation des différents actifs peut se passer de la volatilité des prix de marchés. Le compte de résultat permet ainsi de déterminer d'une manière fiable le revenu effectivement généré et distribuable par l'entreprise dans la période de référence. Tant qu'elle conservera la distinction logique entre entreprise et marchés, la comptabilité offrira une information fiable dans le temps, aidant à la médiation des conflits d'intérêt, à la formation des prix sur les marchés financiers, et, enfin, à la vérification dans la durée de la valorisation marchande et de la performance de l'entreprise et des équipes dirigeantes. En ce sens, l'application de la *juste valeur*, qui remet en cause la distinction entre comptabilité et valorisation financière, devrait être limitée aux cas *très spécifiques* où la valorisation aux coûts historiques est manifestement inadaptée.

Yuri Biondi est maître de conférences à l'Université de Saint-Étienne.

Xavier Ragot est chargé de recherche au CNRS (DELTA).

²³ On sait d'ailleurs que la compatibilité des valeurs actualisées entre elles n'assure pas le respect des échéances d'encaissement et de paiement.

Références bibliographiques

- AGLIETTA M., REBÉRIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- ANTHONY N. Robert (1983), *Tell it like it was : a conceptual framework for financial accounting*, USA: Richard D. Irwin Inc., 1983.
- ANTHONY N. Robert (1987), We Don't Have The Accounting Concepts We Need, *Harvard Business Review*, January-February.
- BIGNON, V. BIONDI, Y. RAGOT. X. (2004), Une analyse économique de la *juste valeur*, Centre Saint-Gobain pour la Recherche en Economie, Prisme n.4, mars.
- BIONDI Yuri (2003), L'actif comptable dans le référentiel IAS: entre normalisation internationale et enjeux financiers, p. 25-34 in Hoarau (2003), *cité*.
- BIONDI Yuri (2004), La valorisation des actifs dans le cadre conceptuel de la future normalisation comptable internationale, particulièrement au regard des normes 36 et 38, *Comptabilité Contrôle Audit*, novembre 2004.
- CABALLERO Ricardo J., HAMMOUR Mohamad (1998), The macroeconomics of specificity, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 4. pp. 724-767, August.
- CASTA Jean François, COLASSE Bernard (2001) éd., *Juste valeur. Enjeux techniques et politiques*, Économica, Paris 2001
- COLASSE Bernard (2000) éd., *Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit*, Économica, Paris.
- Hoarau Ch. et al. (2001), *Gouvernement d'entreprise et gestion des relations avec les parties prenantes: information, évaluation des performance, contrôle externe*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, novembre, Paris.
- HOARAU Ch. (2003) éd., Dossier Normes IAS IFRS, *La Revue du Financier*, 144, Paris.
- HOLTHAUSEN W. R., WATTS L. R. (2001), The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics*, 31 (2001), p. 3-75
- IJIRI Yuji (1981), *Historical cost Accounting and its rationality*, Research monograph n°1, CCGARF, Vancouver (Canada).
- LIM S. Suk, SUNDER Shyam (1991), Efficiency of Asset Valuation Rules under Price Movement and Measurement Errors, *The Accounting Review*, 66 (4), October 1991, p. 669-693.
- LITTLETON A. C. (1935), Value or Cost, *The Accounting Review*, X (3), September 1935, p. 269-273.
- MISTRAL Jacques (2003), Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise, p. 7- 55 in *Les normes comptables et le monde post-Enron*, rapports au Conseil d'Analyse Économique, La Documentation française, Paris.
- ORLEAN André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, 2003, *Juste valeur* et évaluation des actifs, vol. 71(2), 294 p.
- RICHARD Jacques (1996), *Comptabilités et pratiques comptables*, Paris : Dalloz.
- SCHMALENBACH Eugen (1926), *Le bilan dynamique*, traduit par F. Bruck sur l'onzième édition allemande (1953), avant-propos d'André A.-Brunet, Dunod, Paris 1961. éditions originales : Grundlagen dynamischer Bilanzlehre, *Zeitschrift für Handelwissenschaftliche Forschung*, Leipzig, 1^e édition (1919), 13 : pp. 1-60, pp. 65-101. 2^e édition (1920), *ibidem*, supplément. 4^e édition : *Dynamische Bilanz*, G.A. Gloeckner V., Leipzig 1926.
- SHILLER, R.J.(1989), *Market Volatility*, USA: MIT Press.
- SHUBIK Martin (1993) éd., Accounting and Economics, Proceedings of the Conference in honour of the 500th anniversary of the publication of Luca Pacioli's Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Propotionalita, Siena, 18th-19th November 1992, *Economic Notes* by Monte dei Paschi di Siena, 22 (2), 1993, Siena
- ZAPPA Gino (1937), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1937, pp. XXVII-765. première édition complète : ALI, 1929.

Table des abréviations

- CESR : *Committee of European Securities Regulators*. Comité rassemblant depuis 2002 les autorités de régulation boursière des États membres de l'Union européenne.
- EBIT : *Earnings before interest and tax*.
- EBITDA : *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*.
- EFRAG : *European Financial Reporting Advisory Group*. Organisme de droit privé constitué au niveau européen pour fournir un éclairage aux débats de l'Union européenne et en particulier du comité européen de la réglementation comptable, en vue notamment de l'adoption des normes IAS/IFRS.
- FASB : *Financial Accounting Standards Board*. Organisme de droit privé auquel la *Securities & Exchange Commission* a confié depuis 1973 la préparation et l'interprétation des normes comptables américaines (US GAAP).
- IAS : *International Accounting Standards*. Normes comptables internationales produites par l'IASC jusqu'à sa réforme en 2000-2001, et (pour certaines) révisées depuis cette date.
- IASB : *International Accounting Standards Board*. Organisme de droit privé dont le cœur est un comité de 14 membres, dont 12 à temps plein et 2 à temps partiel, basé à Londres et chargé depuis 2001 de la préparation et de la révision des normes comptables internationales IAS / IFRS.
- IASC : *International Accounting Standards Committee*. Organisme de droit privé, en charge de la préparation des IAS entre 1973 et 2000 ; depuis 2001, la fondation de l'IASC (*IASC Foundation*), basée dans le Delaware (États-Unis), est la structure de financement et de nomination des membres de l'IASB.
- IFRS : *International Financial Reporting Standards*. Nom donné depuis 2001 aux normes comptables internationales nouvellement publiées, qui s'ajoutent au corpus existant des IAS. Le sigle générique IFRS (ou IAS/IFRS) est également employé pour désigner l'ensemble du corpus des normes internationales.
- US GAAP : *Generally Accepted Accounting Principles*. Nom donné depuis les années trente aux normes comptables américaines, reconnues par la *Securities & Exchange Commission* pour s'appliquer aux comptes consolidés des entreprises cotées aux États-Unis.

Annexe : texte du courrier envoyé aux contributeurs par l'AFG et la FFSA

Madame / Monsieur [...],

Les réflexions sur les nouvelles normes comptables et leur impact pour les différents acteurs économiques ont pris une importance inédite dans le débat public, à la suite des scandales comptables révélés depuis deux ans de part et d'autre de l'Atlantique. Simultanément, la décision d'adoption par l'Union européenne des normes internationales IAS/IFRS à compter de l'exercice 2005 pour les comptes consolidés des entreprises cotées aura probablement des conséquences significatives sur le fonctionnement des marchés de capitaux et les métiers de la gestion financière.

La satisfaction des besoins d'information financière des investisseurs en vue de la formation de leurs choix d'investissement est un objectif prioritaire des IAS/IFRS, ainsi que l'exprime le document de cadre conceptuel de l'*International Accounting Standards Board* (IASB). Mais pour que les besoins des investisseurs soient invoqués à bon escient, leur implication directe dans le débat doit être développée. C'est à cet objectif que nous souhaitons contribuer en lançant un « recueil d'opinions » auprès des interlocuteurs concernés sur le marché français.

Notre démarche vise à couvrir l'ensemble des nouvelles normes, non seulement celles relatives aux instruments financiers, IAS 32 et IAS 39, qui ont concentré jusqu'à présent les plus vifs débats, mais aussi d'autres règles qui auront également un impact sur le travail des investisseurs et leur horizon de gestion (par exemple, sur la segmentation des activités, la consolidation ou la dépréciation des écarts d'acquisition). Nous situons notre effort dans une perspective de moyen terme, incluant les interprétations et révisions en préparation sur les normes existantes et les réflexions en cours sur les futures normes et l'évolution possible du cadre conceptuel de l'IASB, au-delà de la finalisation des textes qui seront applicables lors de l'échéance de 2005.

Une série de thématiques nous semblent pouvoir être soulevées dans cette perspective.

- **Jugement général sur le processus en cours.** Pour les entreprises françaises en particulier, l'adoption des normes IAS/IFRS implique de multiples nouveautés par rapport aux normes actuellement en vigueur. Le basculement au 1^{er} janvier 2005 était-il nécessaire, ou les investisseurs auraient-ils pu se satisfaire d'une évolution graduelle des normes nationales vers la convergence avec les IAS/IFRS ? Quels seront les avantages et les inconvénients les plus marquants de l'opération ? Les comptes seront-ils de meilleure qualité que les comptes actuels ? Quels sont les principaux risques associés ? De façon générale, estimez-vous que les principales options de l'IASB sont en phase avec les préoccupations des investisseurs ?
- **Pertinence de l'information comptable et financière.** Estimez-vous que l'équilibre fidélité / comparabilité obtenu dans les normes IAS/IFRS est satisfaisant par rapport aux besoins d'information des investisseurs ? Pouvez-vous étayer votre appréciation par référence notamment au principe de comptabilisation des postes de bilan indépendamment les uns des autres, à la conception de normes générales sans spécificités sectorielles, à la valeur liquidative indépendamment de l'horizon des *cash flows* de l'entreprise et à la primauté accordée à l'approche « bilancielle » par rapport à l'approche « compte de résultat » ? Sur ce dernier point, quelles seront les conséquences en termes de signification du résultat net et d'autres soldes ou ratios clés, et cela modifiera-t-il votre utilisation de ces données ? Si des équilibres différents vous semblent souhaitables pouvez-vous en définir succinctement les contours, en précisant notamment ce qui devrait figurer dans les comptes et ce qui pourrait figurer en annexe ?
- **Champ de la « juste valeur ».** La question de la « juste valeur » a focalisé l'attention des observateurs, par exemple pour des actifs ou passifs à long terme ainsi que pour son application aux couvertures de certains risques, notamment dans le monde de la banque et de l'assurance. Quel jugement porter sur les méthodes d'évaluation en juste valeur, telles qu'elles sont proposées par l'IASB ? Que dire en particulier du recours à des modèles internes de valorisation ? L'application de la « juste valeur » s'étend à bien d'autres domaines dans le champ des IAS/IFRS. Les éléments incorporels et le « capital humain » y sont-ils traités de manière appropriée ? La frontière entre les domaines respectifs de la comptabilité et de l'analyse financière sera-t-elle modifiée par l'adoption des IAS/IFRS, et si oui quels seront les effets de cette modification ?
- **Impact indirect des nouvelles normes sur les comportements des acteurs économiques.** Dans quelle mesure l'adoption des IAS/IFRS modifiera-t-elle la communication des émetteurs et/ou les choix d'investissements ? Que penser de l'opinion exprimée par certains, selon laquelle les IAS/IFRS renforceront la concentration des émetteurs et des investisseurs sur les objectifs de court terme au détriment de l'intérêt à

long terme des entreprises ? L'adoption de ces normes aura-t-elle une influence sur la volatilité des cours boursiers ? Induira-t-elle ou non des risques pour la stabilité globale du système financier ?

- **Phase de transition.** Quels sont par ailleurs les risques, les inconvénients, les coûts et éventuellement les opportunités associés à la transition entre la publication actuelle de comptes en normes nationales et celle, à l'avenir, de comptes selon les IAS/IFRS ? Comment le passage aux nouvelles normes se traduira-t-il concrètement dans les *road shows* des émetteurs à l'intention des investisseurs et analystes financiers ? dans le traitement de l'information par les analystes financiers, les bases de données quantitatives ? Quels peuvent en être les effets au niveau de la gestion des portefeuilles et des cours de bourse ?
- **Processus d'élaboration, de révision et de validation des normes.** Les modalités de l'adoption des IAS/IFRS à l'horizon 2005 apparaissent-elle rétrospectivement judicieuses ? L'IASB fonctionne-t-il de manière satisfaisante ? Apporte-t-il suffisamment d'informations sur les enjeux économiques ? En cas de fortes divergences de vues avec l'IASB sur certaines normes et de potentielle incohérence, l'Union européenne devrait-elle se substituer temporairement à l'IASB ? Auriez-vous des suggestions à formuler pour améliorer la prise en compte des points de vue du *buy side* dans ce processus institutionnel ?
- **Contribution des normes à la confiance des investisseurs.** L'adoption des IAS/IFRS renforcera-t-elle, ou affaiblira-t-elle, la confiance dans l'information financière publiée par les entreprises ?

Afin d'éclairer le débat sur tout ou partie de ces questions difficiles et souvent nouvelles, nous vous sollicitons aujourd'hui dans le cadre d'une consultation large qui s'adresse à la fois à des praticiens des marchés et à des universitaires français et internationaux dont l'expertise sur ces thèmes est largement reconnue. Nous souhaiterions vivement que vous acceptiez d'être l'un(e) de ceux-ci. Les contributions ainsi réunies seront publiées par l'AFG et la FFSA sous la forme d'un « recueil d'opinions ».

Votre opinion pourrait prendre la forme d'un document de 3 à 4 pages dactylographiées. Pour plus de renseignements, nous vous encourageons à contacter Nicolas Véron, associé de la société ECIF qui nous accompagne dans ce projet, par téléphone au 01 56 24 44 96 ou par courriel (n.veron@ecif.info).

Je vous prie de croire, Madame / Monsieur [...], en l'expression de nos sentiments les plus cordiaux

Gérard de La Martinière

Alain Leclair

Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA)
26, bd Haussmann – 75009 Paris

Association Française de la Gestion financière (AFG)
31, rue de Miromesnil – 75008 Paris

Liens utiles

Textes français des normes IAS adoptées par l'Union européenne et règlement d'adoption du 29 septembre 2003

http://europa.eu.int/eur-lex/fr/archive/2003/l_26120031013fr.html

Commentaire sur les normes adoptées (novembre 2003), incluant la traduction française du « cadre conceptuel » de l'IASB (IASB Framework, 1989)

http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/docs/ias/ias-200311-comments_fr.pdf

Règlement du 19 juillet 2002 décrivant le mécanisme d'adoption des normes IAS/IFRS par l'Union européenne

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/fr/oj/dat/2002/l_243/l_24320020911fr00010004.pdf

Note de l'Institut Europlace de Finance (conférence du 4 juillet 2003) présentant la problématique de la « juste valeur » et les enjeux sur lesquels la recherche pourrait éclairer le débat public

http://www.institut-europlace.com/files/2003_panel_1.pdf

Rapport du Conseil d'Analyse Economique sur *Les Normes comptables et le monde post-Enron* (juillet 2003), synthèse :

http://www.ladocfrancaise.gouv.fr/editionpublique_pages/CAE/lettres/CAE-2003.04.pdf

Site d'actualités détaillées sur les normes IAS/IFRS (créé par Deloitte, en anglais)

<http://www.iasplus.com/index.htm>

Par ailleurs, la brochure synthétique « *IAS en bref* » présentant une à une les normes IAS existantes et leurs principales différences avec les normes françaises peut être obtenue auprès de Deloitte Touche Tohmatsu, Service Documentation, 185 avenue Charles de Gaulle, 92524 Neuilly-sur-Seine Cedex, France, fax: +33 1 55 61 66 09, ou par courriel : publications@deloitte.fr. 96 pages, novembre 2002.

Eléments de calendrier

Le règlement du 19 juillet 2002 impose l'utilisation des normes IAS/IFRS qui auront été adoptées par l'Union européenne, pour les comptes consolidés des sociétés européennes cotées à partir de l'exercice 2005 (incluant la comparaison avec 2004). Toutes les normes IAS existantes, à l'exception des n° 32 et 39, ont été adoptées par l'UE en septembre 2003 et s'appliqueront donc dans ce cadre. L'adoption des normes IAS 32 et IAS 39 ainsi que des révisions affectant d'autres normes est en cours d'examen.

Toutefois, cette adoption ne marquera en aucune manière la fin du processus de normalisation. La révision ultérieure d'une partie du corpus des IAS, ainsi que la préparation de nouvelles normes sur des thèmes tels que les rémunérations à base d'actions ou les passifs d'assurance ainsi que la révision du cadre conceptuel concernant la valorisation au bilan et la reconnaissance des revenus, sont d'ores et déjà prévues. L'AFG et la FFSA inscrivent leur démarche dans cet horizon de moyen terme, dans la mesure où elles jugent souhaitable que les débats futurs ménagent une place accrue à l'expression du point de vue des investisseurs.

Table des matières

Avant-Propos	3
<i>Alain Leclair, Gérard de La Martinière</i>	3
Introduction	5
<i>Nicolas Véron</i>	5
Rappels de synthèse sur la normalisation comptable internationale et son adoption par l'Union européenne	9
Une mutation coûteuse mais salutaire	13
<i>Serge Kielbik, Marie-Pierre Peillon, Emmanuel Rousseau, Yann de Saint Meleuc</i>	13
Les marchés ont déjà anticipé la transition	19
<i>Entretien avec Gérard Augustin-Normand</i>	19
Le point de vue d'un « gérant de gérants »	21
<i>Entretien avec Antoine de Salins</i>	21
Oui à la normalisation, mais gare à la confusion	23
<i>Michèle Jardin, Stéphane Taillepied, Jean Médecin (CFA), Séverine Deval, Ibra Wane</i>	23
L'adoption des IFRS au prisme de l'analyse fondamentale	27
<i>Entretien avec Marcel Nicolai, Denis Faller & Philippe Chaumel</i>	27
L'impact sur l'actionnariat salarié	29
<i>Laure Delahousse</i>	29
L'impact du passage aux normes IFRS pour les sociétés de gestion	31
<i>Mark Sinsheimer, CFA</i>	31
Un parcours semé d'embûches	37
<i>Jacques Le Douit</i>	37
Une évolution préoccupante pour les métiers de l'assurance	41
<i>Antoine Lissowski</i>	41
Une étape indispensable vers la transparence des comptes	45
<i>Franck Ceddaha</i>	45
Pour la notation, des impacts limités mais positifs	49
<i>Jeanne-Françoise de Polignac</i>	49
Les normes comptables IFRS signent-elles l'arrêt de mort du ROCE ?	53
<i>Bruno Husson</i>	53
La « Fair Market Value » : une proposition alternative pour la valorisation des actions	61
<i>Bertrand Jacquillat</i>	61
Un cahier des charges pour les évaluateurs d'entreprises	65
<i>Nicolas Burdeau, Roland Clere, Marie-Ange Farthouat, Catherine Lozano, Foucauld de Tinguy du Pouët</i>	65
D'une économie de la production à une économie du risque	69
<i>Entretien avec Catherine Guttman</i>	69
Les nouvelles normes comptables et la lisibilité des comptes	73
<i>René Ricol, Sonia Bonnet-Bernard</i>	73
Quelques exemples d'impacts sur le tableau des flux de trésorerie	77
<i>Xavier Paper</i>	77
Nous ne sommes qu'au début de la phase de transition	81
<i>Entretien avec Gilbert Gélard</i>	81
Les pièges de la juste valeur	83
<i>Franck Bancel, Pascale Delvaille, Christopher Hossfeld</i>	83
La convergence IFRS – US GAAP : vers une hybridation des modes de normalisation ?	87
<i>Christian Hoarau</i>	87
Les dangers de la « juste valeur » : une analyse économique	93
<i>Yuri Biondi, Xavier Ragot</i>	93
Table des abréviations	99
Annexe : texte du courrier envoyé aux contributeurs par l'AFG et la FFSA	101