

Institut Europlace de Finance

www.institut-europlace.com

Rencontres Internationales Institut Europlace de Finance
Paris, 4 juillet 2003

Panel n°1

***Fair Value* et Normes comptables :
la recherche peut-elle éclairer le débat ?**

Document introductif

Nicolas Véron
associé fondateur
ECIF (www.ecif.info)

Rencontres Internationales Institut Europlace de Finance
Paris, 4 juillet 2003

Panel n°1

***Fair Value* et Normes comptables : la recherche peut-elle éclairer le débat ?**

Document introductif

Nicolas Véron, associé fondateur, ECIF (www.ecif.info)

Deux événements à peu près simultanés, l'adoption des normes comptables internationales par l'Union Européenne et l'apparition de scandales comptables spectaculaires depuis la fin de l'année 2001, ont placé la comptabilité au cœur du débat sur le fonctionnement des marchés financiers. Alors qu'elle n'intéressait jusque-là qu'un cercle étroit de spécialistes, la normalisation comptable est subitement devenue un thème d'actualité largement débattu.

Parmi les multiples thèmes soulevés, celui de la « juste valeur » (*fair value*) est peut-être le plus émotionnel. Il mêle des enjeux théoriques et empiriques qui sont au cœur des interrogations contemporaines sur les normes comptables. Et ses conséquences pratiques, notamment – mais pas uniquement – pour les secteurs de la banque et de l'assurance, sont très loin d'être négligeables.

Le débat public, dans cette matière, apparaît pourtant mal informé, parfois même déformé. Ceci est dû en partie à la technicité souvent aride des enjeux comptables, et à la position mineure traditionnellement occupée par la comptabilité dans la formation générale des décideurs publics et privés en France. En conséquence, l'essentiel des analyses disponibles provient d'acteurs professionnels directement engagés dans la production d'informations comptables, essentiellement les directions financières des entreprises émettrices et les grands cabinets d'audit.

Compte tenu de l'importance des enjeux, cette situation n'est guère satisfaisante et rend difficile l'identification des problématiques de fond. La recherche académique a un rôle important à jouer pour remédier à cet état de fait. Elle peut apporter des éléments de jugement objectifs qui sont actuellement souvent absents.

Le présent document énumère quelques-uns des enjeux théoriques et pratiques sur lesquels la recherche pourrait utilement éclairer le débat entre professionnels et aider à l'émergence de choix collectifs suffisamment informés. Les conditions de sa préparation n'ont pas permis de mener une étude bibliographique exhaustive des recherches déjà menées ; il vise donc avant tout à fournir un support initial pour le développement de la discussion entre chercheurs et praticiens, que l'Institut Europlace de Finance a pour vocation de stimuler.

1. Eléments généraux

Aux origines de la comptabilité

La comptabilité en partie double, née dans l'Italie du moyen âge et codifiée pour la première fois à la fin du XV^e siècle, est aussi ancienne que le capitalisme actionnarial. Elle est en effet une conséquence indispensable de la séparation entre gestionnaires et propriétaires des entreprises, en permettant à ces derniers de disposer d'informations financières comparables d'une entreprise à une autre pour effectuer des choix d'investissement rationnels¹.

Depuis ses lointaines origines, la comptabilité est donc restée soumise à un ensemble constant d'exigences :

- la **pertinence** des informations comptables pour les actionnaires de l'entreprise et pour les autres utilisateurs, c'est-à-dire leur capacité à exprimer une réalité économique utile pour l'analyse et la prise de décisions ;
- la **fiabilité** de ces informations, c'est-à-dire la possibilité de se prémunir à leur propos contre les tentatives de manipulation par les préparateurs de comptes ou d'autres intermédiaires ;
- la **comparabilité** de ces informations entre différentes entreprises voire différents secteurs d'activité ou zones géographiques, qui permet à la comptabilité d'éclairer les choix d'allocation de capitaux et ainsi de remplir son rôle originel de langage commun du capitalisme.

Ces exigences fondamentales expliquent le besoin de conventions communes, au moins à partir d'un certain niveau de complexité des activités financières et d'exploitation des entreprises. De fait, l'évolution historique a vu la normalisation comptable prendre un caractère de plus en plus impératif avec le temps : de pratiques généralement acceptées à l'origine, les conventions comptables sont peu à peu devenues des règles codifiées par des professionnels, puis de véritables normes imposées par l'autorité publique de manière plus ou moins directe selon les pays.

Le champ de la normalisation comptable

L'étendue des informations dont la préparation est régie par les normes comptables fait l'objet de débats dont l'intensité croîtra probablement au cours des années à venir. En effet, les états comptables traditionnels, **bilan** et **compte de résultat**, ne suffisent plus depuis longtemps à transmettre toutes les informations souhaitées par leurs utilisateurs. Les données à fournir en **annexe** ont donc connu un développement de plus en plus important avec le temps ; par ailleurs la complexité croissante des opérations financières a renforcé l'intérêt de deux autres états financiers, le **tableau de variation des flux de trésorerie** et le **tableau de variation des capitaux propres**.

¹ « L'organisation rationnelle de l'entreprise, liée aux prévisions d'un marché régulier et non aux occasions irrationnelles ou politiques de spéculer, n'est pas la seule particularité du capitalisme occidental. Elle n'aurait pas été possible sans deux autres facteurs importants : la séparation des personnes physiques et de l'entreprise, qui domine toute la vie économique moderne ; la comptabilité rationnelle, qui lui est intimement liée. » Max Weber, *L'Ethique protestante et l'esprit du capitalisme*, 1904.

En convenant que les « comptes » sont constitués par l'ensemble des éléments ainsi énumérés, il reste évident que d'autres informations, financières ou non, ont un intérêt pour les utilisateurs. Il en va ainsi des données de gestion, souvent désignées sous le nom de comptabilité de gestion ou, jadis, de comptabilité analytique ; ou encore des données pouvant servir à l'évaluation des richesses immatérielles des entreprises, mal traduites dans les comptes malgré leur importance déterminante dans de nombreux secteurs d'activité².

Au-delà, nombreux sont ceux qui souhaitent la diffusion par les entreprises d'une information normée sur des aspects non financiers de leur activité, notamment en matière sociale et environnementale. Ce souhait a trouvé sa traduction partielle dans la loi française par l'obligation, au moins pour les grandes entreprises, de présenter un bilan social (loi du 12 juillet 1977) et, plus récemment, un ensemble d'informations sur l'impact environnemental de l'activité (loi dite « NRE » du 15 mai 2001).

Le domaine de la normalisation comptable se confond aujourd'hui à peu près avec celui de la production des comptes, mais l'intention du normalisateur international IASB est de l'étendre à une catégorie plus vaste d'informations financières. Cette ambition s'est traduite dans le changement de nom des normes produites par l'IASB, autrefois désignées comme IAS (*International Accounting Standards*) et désormais appelées IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Le champ d'action de l'IASB pourrait ainsi couvrir à l'avenir, outre les états comptables, d'autres éléments de *reporting* financier tels que les rapports de gestion.

Les différents utilisateurs de la comptabilité

Comme on l'a rappelé, **les actionnaires** sont historiquement les premiers utilisateurs de la comptabilité, puisque celle-ci est apparue pour leur permettre de comparer entre elles différentes entreprises afin de déterminer celles auxquelles ils apporteraient des capitaux. Cependant, la comptabilité ne s'adresse pas qu'aux actionnaires.

Les créanciers font partie des utilisateurs des comptes depuis tout aussi longtemps : pour eux, les comptes servent prioritairement à mesurer le risque de défaillance des entreprises débitrices, ce qui conduit le cas échéant à des exigences distinctes en termes d'information comptable. Ceci concerne à la fois les **banques** et les **fournisseurs** des entreprises productrices de comptes ; il arrive que des préoccupations comparables existent également chez les **clients**, par exemple dans le cas des relations entre les enseignes de grande distribution et leurs fournisseurs.

Parmi les actionnaires et les créanciers, une distinction existe également entre, d'une part, ceux opérant à travers les **marchés de capitaux**, investisseurs en actions, en obligations et en autres valeurs mobilières ; et d'autre part ceux opérant en-dehors de ces marchés, notamment les actionnaires disposant d'une participation significative et les banques commerciales. Ces derniers peuvent avoir d'autres canaux d'information que l'examen des comptes pour se faire une opinion sur la valeur et le risque d'une entreprise. Au contraire, les opérateurs sur les marchés de capitaux sont crucialement dépendants de la qualité des informations comptables.

² L'incapacité des états comptables traditionnels à exprimer la création de richesse immatérielle conduit certains commentateurs à remettre radicalement en cause leur utilité ; cette tendance a été particulièrement forte chez les tenants de la « nouvelle économie » à la fin des années quatre-vingt-dix et au début des années 2000. Cf par exemple Robert E. Litan et Peter J. Wallison, *The GAAP Gap – Corporate Disclosure in the Internet Age*, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Washington, 2000

L'Etat, et plus généralement **la collectivité publique** sous toutes ses formes, utilise avant tout les comptes pour déterminer les prélèvements fiscaux et sociaux applicables à chaque entreprise : en France, l'impact de cet usage des comptes est tellement profond que ceux-ci sont souvent désignés par le terme de « liasse fiscale ». Au-delà de la fiscalité, il y a d'autres utilisations des comptes par la collectivité publique, notamment à des fins de statistique économique ou de surveillance de la stabilité du système financier (dans ce cas le régulateur public agit pour le compte des clients, respectivement, des banques et des compagnies d'assurances).

Enfin, tous les autres partenaires de l'entreprise, notamment ses **salariés** et leurs représentants, peuvent le cas échéant trouver dans les comptes des informations qui leur sont utiles. Le droit du travail français, par exemple, prévoit expressément l'information précise des comités d'entreprise (CE) sur les comptes de l'employeur, la possibilité pour le CE de convoquer les commissaires aux comptes pour recevoir leurs explications, et le droit des CE à obtenir l'ensemble des informations que le droit des sociétés réserve aux actionnaires (Art. L.432-4 du Code du travail).

Ces utilisateurs ont vis-à-vis de la comptabilité des exigences diverses, par rapport auxquelles il appartient aux normalisateurs comptables de trouver des compromis. Certains intervenants, tels que le normalisateur international IASB, considèrent que la satisfaction des besoins des investisseurs permet simultanément de répondre de manière correcte aux exigences des autres utilisateurs³. Ce point de vue, toutefois, ne fait pas consensus.

Aux Etats-Unis notamment, les besoins des différents utilisateurs donnent lieu à des comptabilités séparées : la « comptabilité fiscale » (*tax accounting*) réservée aux services des Impôts et, pour les établissements de crédit, la comptabilité spécifique destinée au contrôle prudentiel par la Federal Reserve, sont distinctes de la comptabilité « générale » (*general purpose financial statements*) établie par les sociétés cotées selon les normes comptables US GAAP et qui s'adresse avant tout aux investisseurs. A propos de celle-ci, on pourrait parler de « comptabilité actionnariale ».

Le cadre institutionnel

Le débat sur les institutions de normalisation sort du cadre du présent document. Toutefois, on rappellera ici pour mémoire les principaux éléments les concernant.

Jusqu'à présent, les normes comptables étaient élaborés dans un cadre national par délégation et sous le contrôle plus ou moins direct de l'Etat. Les normalisateurs nationaux sont ainsi soumis en principe à l'autorité, respectivement, du ministère des Finances en France, du ministère de la Justice en Allemagne, du *Department of Trade and Industry* au Royaume-Uni, et de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux Etats-Unis. La manière dont cette autorité s'exerce concrètement sur le normalisateur varie considérablement d'un pays à l'autre. Dans la plupart des cas (mais pas en France), le normalisateur dispose de l'autonomie juridique et d'un financement au moins partiellement assuré par les acteurs privés.

³ « Comme les investisseurs sont les apporteurs de capitaux à risque de l'entreprise, la fourniture d'états financiers qui répondent à leurs besoins répondra également à la plupart des besoins des autres utilisateurs susceptibles d'être satisfaits par les états financiers. » *IASB Framework*, 1989, paragraphe 9.

Depuis 1973, un organisme privé indépendant (appelé d'abord IASC⁴, puis IASB⁵ depuis 2001) a développé un référentiel de normes dites internationales, dénommées d'abord IAS puis IFRS (cf ci-dessus). Ces normes, y compris les normes IAS 32 et 39 aujourd'hui âprement débattues, ont fait l'objet d'une recommandation favorable de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (IOSCO⁶) en mai 2000, encourageant les autorités nationales à admettre l'utilisation des normes IAS dans le cadre, notamment, de cotations hors du pays d'origine. L'IASB est aujourd'hui un comité de 14 membres dont 12 à plein temps, basé à Londres. Il est placé sous la supervision d'une fondation privée internationale, l'IASC Foundation, basée dans le Delaware et qui assure également son financement.

Afin d'accélérer l'intégration des marchés de capitaux en Europe (et, à terme, à l'échelle globale), l'Union européenne a décidé d'imposer l'adoption des normes IAS/IFRS pour les comptes consolidés des sociétés cotées sur son territoire à compter de l'exercice 2005⁷. Chacune des normes émises par l'IASB est toutefois soumise à un « mécanisme d'adoption » par vote des Etats à la majorité qualifiée.

A ce jour, il semble vraisemblable que l'ensemble des normes IAS existantes en septembre 2002 soient adoptées avant la fin de l'été 2003, à l'exception des normes IAS 32 (« Instruments financiers : informations à fournir et présentation ») et IAS 39 (« Instruments financiers : comptabilisation et évaluation »), dont l'adoption pourrait être reportée⁸.

Quelques définitions

Juste Valeur ou *Fair Value* : principe selon lequel certains actifs et passifs sont comptabilisés à leur « juste valeur » définie en référence aux mécanismes de marché :

- Si l'actif ou le passif est échangé sur un marché suffisamment liquide et profond, la juste valeur est le prix de marché ;
- Si un actif ou passif similaire est échangé sur un marché suffisamment liquide et profond, la juste valeur est le prix de marché de cet actif ou passif similaire ;
- Si l'observation des prix de marché est inopérante, la juste valeur est déterminée en utilisant une technique d'évaluation cohérente avec les méthodologies d'évaluation économiques généralement acceptées⁹.

Selon les types d'actifs et de passifs, la Juste Valeur est déjà appliquée, ou viendrait remplacer une comptabilisation actuellement effectuée au coût historique, ou encore remédierait à une absence actuelle de prise en compte dans les états financiers, comme par exemple dans le cas

⁴ *International Accounting Standards Committee*

⁵ *International Accounting Standards Board*

⁶ *International Organisation of Securities Commissions*

⁷ Communication de la Commission européenne du 13 juin 2000 ; Règlement CE n°1606-2002 du Parlement et du Conseil sur l'application des normes comptables internationales, 19 juillet 2002.

⁸ Sur ces questions, cf *Normes comptables et régulation de l'industrie du chiffre*, rapport du Conseil d'Analyse Economique à paraître en juillet 2004, et notamment la contribution de Jacques Mistral ainsi que l'annexe « Normalisation comptable internationale, une gouvernance en devenir ».

⁹ Joint Working Group of Standard Setters, *Financial Instruments and Similar Items, Draft Standard and Basis for Conclusions*, Summary, page iii, 2000. Ce document, disponible sur le site de l'IASB (www.iasb.org.uk), contient l'essentiel de l'argumentaire sous-jacent aux normes IAS 32 et IAS 39 sur la comptabilisation des instruments financiers.

des stock-options et de certains instruments financiers dérivés. L'élargissement du champ d'application de la Juste Valeur, accordant une place accrue aux prix de marchés, est reconnue comme légitime par de nombreux observateurs, y compris parmi ceux qui critiquent les projets actuels de l'IASB en la matière¹⁰.

La Juste Valeur est notamment préconisée par la norme IAS 39 pour la comptabilisation de nombreux instruments financiers. Le même principe sous-tend la réflexion de l'IASB, notamment, en ce qui concerne la comptabilisation des contrats d'assurances, celle des stock-options et autres formes de rémunération en actions (*share-based payments*, norme en cours d'élaboration), et celle des écarts d'acquisitions et de leur tests de dépréciation dans le temps (*goodwills and impairment tests*, norme IAS 22 en cours de révision).

Full Fair Value : principe selon lequel l'ensemble des actifs et des passifs financiers, au sens large, devraient être comptabilisés à leur Juste Valeur. Plus particulièrement, dans le débat sur la comptabilisation des instruments financiers, un groupe de normalisateurs nationaux¹¹ a proposé il y a quelques années l'application de la *Full Fair Value*, mais cet objectif n'est pas aujourd'hui défendu par l'IASB, au moins à court terme. Le projet de révision des normes IAS 32 et 39 actuellement en discussion reste un modèle mixte, dans lequel une partie seulement des instruments financiers est comptabilisée en Juste Valeur.

Mark-to-Market : méthode de comptabilisation en Juste Valeur pour les instruments échangés sur un marché liquide, ou similaires à ceux échangés sur un marché liquide : ceux-ci sont comptabilisés au prix de marché.

Mark-to-Model : méthode de comptabilisation en Juste Valeur pour les instruments qui ne sont pas échangés sur un marché liquide, consistant à construire un modèle d'évaluation *ad hoc*, élaboré en interne ou reproduisant un schéma « généralement reconnu », reposant le plus souvent sur l'actualisation des prévisions de flux de trésorerie (*cash flows*) futurs.

¹⁰ Cf Gérard de la Martinière et Philippe Trainar, « La comptabilisation en Juste Valeur et les métiers de l'assurance », à paraître dans la *Revue d'Economie Financière*, 2003

¹¹ *Joint Working Group*, cf note n°9.

2. Enjeux théoriques du débat sur la Juste Valeur

La séparation entre enjeux théoriques et pratiques est, comme toujours, quelque peu artificielle. Elle a cependant paru utile pour ordonner les nombreuses questions soulevées par la notion de Juste Valeur et la discussion en cours sur les normes comptables correspondantes.

Il est parfois difficile de distinguer le débat général sur la notion de Juste Valeur de celui, plus conjoncturel, sur les normes IAS 32 et IAS 39 et les autres projets de l'IASB. Une telle distinction serait cependant souvent nécessaire pour améliorer la clarté des débats.

La demande des investisseurs

Comme on l'a vu, les investisseurs sur les marchés de capitaux et notamment les investisseurs en actions sont la catégorie d'utilisateurs explicitement privilégiée par l'IASB dans ses travaux. Il importe donc de s'interroger sur l'adéquation de ceux-ci vis-à-vis des besoins de ces investisseurs.

Quelques études ont déjà été menées dans ce domaine. Une enquête d'opinion conduite à la fin des années quatre-vingt-dix auprès d'analystes financiers français semblait indiquer une demande réelle d'informations sur la juste valeur des actifs et passifs financiers, mais sans que ces informations soient nécessairement intégrées au bilan, l'alternative étant selon l'étude une présentation en annexe¹². D'autres études menées au sein de la communauté financière internationale indiquent une certaine perplexité des utilisateurs quant à l'imposition de la Juste Valeur pour la comptabilisation des instruments financiers, malgré une aspiration générale à une information plus détaillée et de meilleure qualité sur ces instruments¹³. Certains opérateurs de marché se plaignent ouvertement de l'absence de réelle étude de leurs besoins dans les débats de normalisation¹⁴. De manière générale cependant, les investisseurs et intermédiaires financiers font assez peu entendre leur voix dans les débats de normalisation comptable.

Cette question est évidemment importante. L'IASB n'est pas nécessairement le meilleur juge des besoins d'information des investisseurs. Il serait utile de disposer d'éléments précis sur la réalité de ces besoins afin de pouvoir juger si la Juste Valeur y répond de manière appropriée, comme le dit l'IASB, ou non. Il conviendrait également de distinguer dans de telles études les différentes catégories d'investisseurs, les analystes et les autres intermédiaires des marchés de capitaux, dont les besoins et les intérêts ne sont pas nécessairement tous concordants.

La demande des autres utilisateurs

Dans ce domaine, la question est double : la comptabilité en Juste Valeur défendue par l'IASB répond-elle aux besoins de la catégorie d'utilisateurs considérée ? Et si non, le

¹² Ali Garmilis, « Existe-t-il une demande des analystes financiers pour des comptes en juste valeur ? Les résultats d'une enquête », in *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, sous la direction de Jean-François Casta et Bernard Colasse, Mazars / Economica, 2001.

¹³ Sirota Consulting, *Investment Community Interest in Reporting Fair Values on Financial Instruments in Financial Statements – A Focus Group Summary*, Final Report, 3 juin 1998 ; étude menée pour l'Association for Investment Management and Research (AIMR).

¹⁴ Jacques de Greling, analyste financier chez CDC Ixis : « Dire que l'IASB et certains régulateurs visent à produire des états pour les besoins du marché est une véritable fiction. Les investisseurs ne sont pas assez consultés sur les normes qu'ils veulent » Cité dans Les dossiers bfinance n°1, « IAS/IFRS 2005—quels impacts pour le directeur financier et le trésorier ? », octobre 2002.

décalage résultant se traduira-t-il par des normes différentes pour la production d'informations financières en direction de cette catégorie ?

Trois catégories d'utilisateurs semblent particulièrement importantes dans ce débat : les créanciers ; les autorités de surveillance prudentielle (comme la Commission Bancaire ou la future Commission de Contrôle des Assurances, des Mutuelles et des Institutions de Prévoyance en France) ; et les services fiscaux.

Les besoins des créanciers sur les marchés de capitaux renvoient au rôle clé des agences de notation financière, qui utilisent l'information comptable des émetteurs comme source privilégiée d'information. Une étude approfondie des attentes et des craintes des agences de notation vis-à-vis de la comptabilité en Juste Valeur serait opportune.

Les autorités de surveillance prudentielle ont exprimé leur inquiétude face aux défauts de la norme IAS 39¹⁵. Elles craignent en particulier le manque de fiabilité de la Juste Valeur pour certaines catégories d'instruments financiers¹⁶ et le risque que les entreprises utilisent la dégradation de leur propre risque de crédit pour améliorer artificiellement l'apparence de leur bilan. Le Comité de Bâle critique également la complexité du projet de l'IASB dans le domaine de la comptabilisation des produits dérivés (« *the IAS 39 hedge accounting framework is overly complex and burdensome* »). Toutefois, il serait éclairant d'isoler, dans les critiques émises par le Comité de Bâle et par les autorités qui en sont membres, ce qui relève spécifiquement des exigences de la surveillance prudentielle. Une telle analyse permettrait également d'identifier les possibilités futures d'écarts entre l'information comptable demandée par les autorités de surveillance prudentielle et celle fournie par l'application des normes comptables internationales.

Les conséquences futures de l'adoption des IAS/IFRS sur la fiscalité nécessite, lui aussi, de nombreuses analyses nouvelles, en parallèle au travail engagé en France par le Conseil National de la Comptabilité (CNC) et la Direction Générale des Impôts (DGI) et aux initiatives comparables menées dans les autres pays européens. En particulier, le développement possible de différences de plus en plus importantes entre comptabilité en normes IAS/IFRS et comptabilité fiscale dans les différents pays devrait être analysé et quantifié.

Le poids respectif donné aux différents utilisateurs de la comptabilité dans la normalisation comptable internationale, et sa compatibilité avec des traditions nationales assez différentes les unes des autres dans ce domaine, mériterait une étude spécifique.

Principes de la comptabilité

Le débat sur la Juste Valeur illustre de manière emblématique les contradictions latentes entre les différents principes qui fondent la comptabilité. Le principe d'« image fidèle » (*true and*

¹⁵ Cf notamment la lettre de commentaires du Comité de Bâle sur l'exposé sondage de l'IASB relatif aux changements à apporter aux normes IAS 32 et IAS 39, 18 octobre 2002 ; document disponible sur le site de la Banque des Règlements Internationaux (www.bis.org).

¹⁶ "We believe that, as a general principle, fair value accounting should not be permitted when the fair values are unreliable. We recognise that defining the boundaries of what constitutes reliable fair value information is a formidable task but it will pay dividends in enhancing the quality of financial reporting. We strongly caution against permitting fair value accounting that is based on potentially self serving valuations by some companies' management that cannot be readily validated with objective market information." Lettre de commentaires du Comité de Bâle, p. 3.

fair view) est souvent invoqué dans les débats sur la Juste Valeur. Ce principe, et la notion voisine de pertinence (*relevance*) de l'information comptable, entre en conflit avec le principe de fiabilité (*reliability*) dès lors que la Juste Valeur ne résulte pas d'une référence objective et incontestable en termes de prix de marché. Quant au « principe de prudence » traditionnellement appliqué dans les normes comptables françaises, il n'est pas retenu en tant que tel par l'IASB.

Le principe d'image fidèle lui-même est souvent interprété de manière opposée par les tenants et les adversaires de la comptabilisation en Juste Valeur. Dans un sens, il milite pour une comptabilisation de l'ensemble des actifs et passifs en Juste Valeur puisque c'est par construction ainsi que la situation financière de l'entreprise est la mieux traduite. Dans l'autre sens, les fluctuations importantes dans le compte de résultat induites par l'application de la Juste Valeur brouillent la lecture de la performance opérationnelle de l'entreprise, par rapport à l'effet d'une comptabilisation au coût historique. Cet exemple illustre un constat plus général : du fait de la priorité accordée aux actionnaires, l'IASB attache une importance élevée à la pertinence des informations de bilan, ce qui l'a conduit à envisager une refonte radicale de la notion même de compte de résultat (projet de norme IFRS dite *Performance Reporting*).

Les conflits entre les principes fondamentaux revendiqués par les producteurs de normes comptables, et les arbitrages possibles entre ces principes et entre leurs différentes interprétations, semblent représenter à eux seuls un vaste champ d'études.

Comparabilité sectorielle et géographique

Les normes comptables sont actuellement établies selon un processus différent pour chaque pays. Elles sont également, au moins dans certains pays, différentes d'un secteur à l'autre. En particulier, les secteurs de la banque et de l'assurance, en France et dans d'autres pays, présentent leurs comptes selon un référentiel sensiblement distinct de celui applicable aux autres entreprises productrices de biens ou de services. Ceci conduit parfois à des incohérences, par exemple dans le cas de groupes diversifiés mêlant des activités de crédit à des activités industrielles ou commerciales.

La démarche de l'IASB vise à l'inverse à une totale comparabilité des comptes des entreprises, à la fois géographique et sectorielle : ses normes ont vocation à s'appliquer uniformément à toutes les entreprises sans exception sectorielle, et, à terme, à l'ensemble des pays de la planète.

Il serait utile de quantifier les coûts et avantages de ce choix de comparabilité universelle, conforme à l'ambition originelle de la comptabilité en partie double mais également potentiellement génératrice de complexité compte tenu de la diversité des situations couvertes.

Référence à la valeur de marché

Comme on l'a vu, la Juste Valeur telle que défendue par l'IASB est soit une valeur de marché (*mark-to-market*), soit une valeur résultant d'un modèle *ad hoc* réputé représenter le mode d'analyse des marchés financiers (*mark-to-model*).

Cette référence est intimement liée à l'hypothèse des marchés efficients telle que formulée il y a près de quarante ans par Paul Samuelson¹⁷ et reprise par Eugène Fama¹⁸. Or, l'efficacité des marchés de capitaux est fréquemment remise en cause par les études sur leur volatilité de plus en plus accentuée¹⁹, sur l'irrationalité des comportements des opérateurs et sur les phénomènes de bulle spéculative comme celle qui a affecté les valeurs technologiques en 1998-2000.

L'évolution de la recherche théorique et empirique sur l'efficacité des marchés de capitaux a donc une incidence directe sur le débat relatif à la Juste Valeur.

Application simultanée de la Juste Valeur et d'autres méthodes de comptabilisation

Actuellement, selon les types d'actifs et de passifs, la méthode de comptabilisation applicable est dans certains cas la Juste Valeur, dans d'autres le coût historique. La coexistence de ces deux méthodes très différentes est fréquemment citée comme génératrice de dysfonctionnements importants, fournissant ainsi une motivation essentielle des projets de l'IASB d'extension du champ de la Juste Valeur²⁰.

La caractérisation et la quantification de ces dysfonctionnements serait très utile à l'avancement des débats²¹. Elle pourrait notamment être entreprise en référence à trois situations :

- la situation actuelle, où la comptabilisation au coût historique s'applique encore à de nombreuses catégories d'actifs et de passifs ;
- la situation qui résulterait de l'application des normes IAS 32 et 39 dans leur version actuelle, qui constitue également un modèle mixte où la Juste Valeur n'est pas généralisée ;
- une hypothèse de « *full fair value* » dans laquelle la Juste Valeur s'appliquerait à l'ensemble des instruments financiers.

Alternatives à la Juste Valeur

La Juste Valeur est l'objet de très nombreuses critiques. Toutefois, son émergence est avant tout la conséquence de dysfonctionnements constatés dans l'application de méthodes différentes, notamment celle du coût historique ou, dans le cas des stock-options par exemple, l'absence totale de comptabilisation.

¹⁷ *Foundations of Economic Analysis*, New York, 1965.

¹⁸ "Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work", 1970, *Journal of Finance*

¹⁹ Cf par exemple le rapport du Conseil des Marchés Financiers sur l'augmentation de la volatilité des marchés d'actions, 16 décembre 2002, disponible sur le site du CMF (www.cmf-france.org).

²⁰ "Existing mixed cost-fair value accounting has very significant deficiencies and is not sustainable in the longer term", Joint Working Group of Standard Setters, doc. cit. page v.

²¹ Cf une revue de la recherche empirique et théorique sur la pertinence de la méthode la Juste Valeur pour les instruments financiers : American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee, *Response to the IASC Discussion Paper « Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities »*, in *Accounting Horizons*, Mars 1998, pp.90-97.

Compte tenu des historiques différents d'une entreprise à l'autre, la méthode du coût historique est fondamentalement contradictoire avec le principe de comparabilité qui sous-tend tout l'édifice des normes comptables, et apparaît donc en principe peu satisfaisante.

Il serait donc nécessaire de recenser les meilleures alternatives possibles à la Juste Valeur, notamment pour les actifs et les passifs où la référence de marché est inexistante ou peu fiable et pour lesquels la Juste Valeur se traduirait par une méthode de type *mark-to-model*.

Précédents historiques

Le débat sur la Juste Valeur n'est pas entièrement nouveau. La comptabilité, depuis des siècles, a été traversée par la tension entre l'exigence de pertinence des postes du bilan, conduisant à privilégier la Juste Valeur, et celle de fiabilité des informations (et de lisibilité du compte de résultat), conduisant à privilégier le coût historique. L'étude de la manière dont ce type de débats a été résolu dans le passé et des causes sous-jacentes éclaire d'une lumière nouvelle les débats contemporains autour des normes internationales²². De ce point de vue, les études relatives à l'histoire de la comptabilité ne peuvent qu'être vivement encouragées.

²² Cf par exemple, dans l'ouvrage déjà cité *Juste Valeur : enjeux techniques et politiques*, les articles de Jacques Richard, « Histoire de la valeur dans les réglementations comptables allemande et française de 1673 à 1914 », et de Peter Walton, « L'éphémère introduction du coût de remplacement en Grande-Bretagne : bilan d'une tentative pour remettre en cause le modèle en coûts historiques ». Cette dernière tentative s'est soldée, dans les années 1980, par un échec retentissant.

3. Enjeux pratiques du débat sur la Juste Valeur

Si l'on tient pour acquise l'adoption du principe de la Juste Valeur, ou du moins l'extension de son champ d'application, de nombreuses questions pratiques se posent pour lesquelles la recherche empirique peut apporter de précieux éléments de réponse.

Coût et complexité

Le passage à la Juste Valeur impose aux entreprises la production d'informations nouvelles et, au moins pour celles qui ont des activités financières développées, une réflexion approfondie sur les systèmes d'information. Dans certains cas, et notamment pour les banques, les assurances et certaines activités de négoce, une refonte des systèmes d'information peut être rendue nécessaire, avec un coût qui peut atteindre des montants importants.

Dans la majorité, le coût du passage à la juste valeur est cependant difficile à quantifier : il fait intervenir en effet de manière importante des compétences internes aux entreprises, par exemple par la mobilisation des équipes opérationnelles ou fonctionnelles et l'engagement d'actions de formation. Par ailleurs, la complexité récurrente éventuellement induite par le passage à la Juste Valeur pose des problèmes redoutables de quantification de coût.

Des études microéconomiques précises seraient donc opportunes pour identifier la charge réelle imposées aux entreprises dans différents secteurs d'activités, en matière notamment de gestion de trésorerie et d'instruments de couverture, d'opérations de banque d'investissement ou d'assurances.

Volatilité des résultats

Une des principales critiques adressées à la Juste Valeur et notamment aux normes IAS 32 et IAS 39 est qu'elles conduiront à une augmentation marquée de la volatilité des résultats. Plusieurs questions mériteraient d'être étudiées à ce titre.

Tout d'abord, l'impact exact de la Juste Valeur en termes de volatilité devrait être analysé, à la fois dans le cadre d'un compte de résultat « traditionnel » et dans le cadre d'une présentation de type « *performance reporting* » (projet de norme IFRS actuellement en cours de discussion), avec la présentation séparée des effets des réévaluations d'actifs et de passifs (*re-measurements*) liés à l'application de la Juste Valeur.

L'influence de la volatilité des résultats sur la volatilité des cours de marché est une question distincte. On peut imaginer que les opérateurs de marché sauront identifier au moins partiellement ce qui, dans la variabilité des résultats comptables élaborés selon les nouvelles normes, relèverait de l'application de la Juste Valeur et ce qui relèverait d'autres sources d'instabilité. Il ne va donc pas du tout de soi que la Juste Valeur, en provoquant une volatilité accrue des résultats comptables, provoque simultanément une volatilité accrue des cours de bourse.

De fait, dans son analyse des causes de la volatilité accrue des cours observée à Paris comme sur les autres places de cotation mondiales, le rapport récent du Conseil des Marchés

Financiers²³ ne fait pas mention des modifications de normes comptables parmi ces causes possibles. Une étude empirique sur ce point serait précieuse.

Plus généralement, la recherche pourrait étudier les éventuels effets procycliques ou contracycliques de l'application de la comptabilité en Juste Valeur par rapport à l'évolution des cours boursiers.

Au-delà de l'observation empirique des cours, il serait également utile de déterminer l'effet de la volatilité des résultats induite par la Juste Valeur sur les méthodes d'analyse de la valeur par les banques d'investissement et les investisseurs institutionnels. Cette volatilité rend-elle plus difficile le travail des analystes, ou le facilite-t-elle au contraire en leur fournissant une information plus riche et plus actuelle ? Seule une analyse de terrain permettrait de répondre à cette question de manière satisfaisante.

Impacts sur la communication financière

L'application de la Juste Valeur en Europe induira de nouveaux besoins, mais aussi de nouvelles opportunités en matière de communication financière des sociétés cotées. Il sera éclairant d'étudier les changements de comportements correspondants. Une base de comparaison pertinente est fournie par l'application de la norme FAS 133 aux Etats-Unis en 2001²⁴.

La Juste Valeur, comme plus généralement l'application des normes comptables internationales, aura une incidence significative sur les comptes consolidés des entreprises²⁵. La manière dont les marchés réagiront à cette modification des bilans, au moment de la transition et ultérieurement, offre à elle seule un vaste champ d'étude²⁶.

Risques de manipulation

La Juste Valeur, en même temps qu'elle vise à accroître la pertinence de l'information, multiplie les occurrences où les entreprises doivent faire des choix pour la comptabilisation de leurs actifs et passifs. De plus en plus, « dans un bilan, toutes les écritures sauf la date impliquent un jugement »²⁷.

Cette évolution est sans doute rendue en partie inévitable par la complexité croissante des opérations des entreprises. Pour autant, elle signifie un accroissement sensible des possibilités de fraude comptable. Ceci est particulièrement vrai pour la comptabilisation d'instruments financiers peu liquides, pour lesquels des références de transactions ou des modèles de valorisation *ad hoc* peuvent être aisément manipulés. Les manipulations massives de valeurs

²³ Rapport du Conseil des Marchés Financiers sur l'augmentation de la volatilité des marchés d'actions, 16 décembre 2002, doc.cit.

²⁴ Parmi d'innombrables exemples, on citera la communication de l'institution financière américaine Fannie Mae lors du passage aux nouvelles normes : transcription de la conférence téléphonique de Tim Howard, Chief Financial Officer, 6 décembre 2000, sur le site <http://www.fanniemae.com/ir/resources/>.

²⁵ Morgan Stanley Europe, rapport de juin 2003 sous la direction de Jeannot Blanchet. Cf *Les Echos*, 5 juin 2003, p. 26.

²⁶ Cf. M.M. Cornett, Z. Rezae et H. Tehranian, « An Investigation of Capital Markets Reactions to Pronouncements on Fair Value Accounting », *Journal of Accounting and Economics*, 22, 1996.

²⁷ « On a balance sheet everything except the date involves a judgment. » Roman Weil, Accounting Professor, University of Chicago Graduate School of Business, cité dans le *Financial Times*, 25 avril 2003.

d'actifs et de passifs financiers, telles que celles auxquelles avait procédé Enron en 2000, demeureront hélas un risque difficile à éliminer.

Ces risques sont globalement plus élevés dans les cas de *mark-to-model* que de *mark-to-market*, les modèles d'évaluation étant en général assez sensible aux hypothèses utilisées et plus faciles à manipuler que des références à des prix d'échange sur un marché. Cette approche pose de façon renouvelée la question du périmètre optimal d'application de la Juste Valeur, comme l'indiquait le Comité de Bâle dans ses remarques sur les projets de modification des normes IAS 32 et IAS 39 (cf ci-dessus). Là aussi, une recherche approfondie permettrait de mieux cerner la réalité des risques de manipulation et les meilleurs moyens pour les prévenir, par exemple en termes de choix des méthodes, des hypothèses et des paramètres utilisés pour construire les modèles d'évaluation.

Impacts sur le rôle des Commissaires aux Comptes

L'application de la Juste Valeur, notamment par la multiplicité des hypothèses qu'elles rend nécessaires dans certaines situation, peut avoir pour effet de modifier certains aspects du métier et du rôle des commissaires aux comptes, et de leurs relations avec leurs clients émetteurs. Cet impact devrait être étudié en lien avec les autres évolutions affectant la mission des Commissaires aux Comptes, notamment celles résultant des modifications de l'environnement juridique (loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, loi de Sécurité Financière en France, etc.).

Incidence sur les comportements des entreprises

Les comptables aiment penser que leurs normes sont « neutres » et ne modifient pas en tant que telles le comportement des entreprises qui les appliquent. Cette vision, toutefois, semble largement contredite par la réalité. A moyen terme, la Juste Valeur aura probablement des conséquences sur les comportements des acteurs économiques.

Il conviendrait notamment d'étudier dans quelle mesure la Juste Valeur est susceptible de modifier les comportements des banques, à la fois dans leurs activités de crédit aux entreprises et dans leurs opérations sur les marchés de capitaux. Par exemple, le cas souvent cité, selon lequel la Juste Valeur dissuaderait les banques d'accorder des prêts à taux fixes et entraînerait la généralisation des taux variables, mériterait d'être confronté à une analyse empirique.

De même, l'impact pratique de la Juste Valeur sur les comportements de couverture (*hedging*) justifierait une étude complète. Les règles de la comptabilité de couverture (*hedge accounting*) selon les normes internationales pourront conduire selon les cas à supprimer certaines opérations, ou à en effectuer différemment certaines autres. Une telle étude pourrait concerner à la fois les entreprises financières et les entreprises industrielles et de services non financiers. Plus généralement, l'ensemble de la gestion des risques, et notamment des risques à long terme, pourrait être affectée par les enjeux de comptabilisation induits par la Juste Valeur²⁸.

Par ailleurs, si l'IASB choisit d'imposer la prise en compte des stock-options en charges dans le compte de résultat (projet de norme IFRS *Share Based Payments*), il conviendra d'étudier

²⁸ PricewaterhouseCoopers avec la collaboration de The Economist Intelligence Unit, *Illuminating Value : The business impact of IFRS*, Financial Services e-briefing programme n°5, avril 2003, p. 14.

les effets et les enjeux de leur comptabilisation en Juste Valeur sur les comportements d'attribution.

Conclusion

Les thèmes énumérés ci-dessus constituent une liste indicative, et en aucun cas exhaustive, des questions soulevées par la Juste Valeur sur lesquelles la recherche pourrait éclairer la réflexion des praticiens et des décideurs publics et privés. On le voit, le champ d'étude ainsi défini est extrêmement riche.

Une telle recherche mérite incontestablement d'être conduite, quelles que soient les décisions prises à court terme par l'Union Européenne et l'IASB concernant l'évolution et l'adoption des normes IAS 32 et IAS 39. En effet, la problématique de la Juste Valeur ne va pas disparaître, loin de là, et ce même si son périmètre d'application pourrait connaître quelques ajustements par rapport aux projets antérieurs de l'IASB. Ces ajustements éventuels, en dépit de leur importance pour certains acteurs économiques, apparaissent en effet à ce stade peu susceptibles de remettre en cause l'économie générale du projet de normes comptables internationales et son application prochaine par les sociétés cotées européennes.

Le débat sur les normes comptables est devenu trop important pour être laissé aux seuls professionnels ; il est tout à fait nécessaire qu'il soit abondamment éclairé par des analyses objectives et non contraintes par des intérêts commerciaux, que la recherche académique est la mieux à même de fournir, à la fois en France et dans la discussion européenne et internationale.

Nicolas Véron

Associé fondateur, ECIF – Etudes et Conseil pour l'Information Financière

www.ecif.info