

■ L E S A M I S D E ■

l'École de Paris

<http://www.ecole.org>

Séminaire

Vie des Affaires

organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :

Air France

Algoe²

Alstom

ANRT

Areva²

Cabinet Regimbeau¹

CEA

Chaire "management de l'innovation"

de l'École polytechnique

Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"

(Renault-X-HEC)

Chambre de Commerce

et d'Industrie de Paris

Conseil Supérieur de l'Ordre

des Experts Comptables

Danone

Deloitte

École des mines de Paris

EDF

Entreprise & Personnel

ESCP Europe

Fondation Charles Léopold Mayer

pour le Progrès de l'Homme

Fondation Crédit Coopératif

France Telecom

FVA Management

Roger Godino

Groupe ESSEC

HRA Pharma

IDRH

IdVectoR¹

La Poste

Lafarge

Ministère de l'Industrie,

direction générale des Entreprises

Paris-Île de France Capitale Economique

PSA Peugeot Citroën

Reims Management School

Renault

Saint-Gobain

Schneider Electric Industries

SNCF¹

Thales

Total

Ylios

¹ pour le séminaire

Ressources Technologiques et Innovation

² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} juillet 2009)

CRISE FINANCIÈRE : LE PRINCIPE DE FAIR VALUE, VRAI OU FAUX COUPABLE ?

par

Nicolas VÉRON
Économiste, BRUEGEL

Olivier POUPART-LAFARGE

Ancien directeur général délégué de Bouygues
Membre des collèges de l'Autorité des marchés financiers
et de l'Autorité des normes comptables

Gilbert GÉLARD

Membre du *Board* de l'*International Accounting Standards Board*
(IASB)

Séance du 10 avril 2009

Organisée en collaboration avec l'IRE
(Initiative internationale pour repenser l'économie)
Compte rendu rédigé par Jacques Berthier

En bref

Les normes comptables, applicables par toutes les entreprises cotées européennes depuis 2005, ont fait l'objet de nombreux débats et controverses avant d'être validées et ont ensuite été soupçonnées d'être à l'origine de la crise financière actuelle. Le principe de la juste valeur est en effet contesté dans certaines de ses applications, en particulier quand il mène à valoriser un stock d'actions au cours de Bourse de la veille. D'aucuns regrettent également que les banques et les assurances y soient assujetties en dépit de leur spécificité. Cependant, après avoir exploré les tenants et aboutissants de cette normalisation à vocation mondiale, il semble bien qu'elle ait momentanément servi de bouc émissaire pour expliquer une crise sans doute révélatrice d'autres dysfonctionnements bien plus préoccupants du système financier global. C'est en tout cas la thèse de Nicolas Véron, qui est ici débattue.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

Ont participé : M. Berry (École de Paris du management), F. Brousse (Holding Social Richelieu), R. Chantiri (Université Paris Dauphine), L. Claes (École de Paris du management), B. Colasse (Université Paris Dauphine), C. Coron (Université Paris 2), P. Couveinhes (Annales des mines), M. Dunant (RATP), D. Duranthon (Université Paris Dauphine), T. Hernandez (3R), Y. Monrique (Banque Sol Oppenheim), J.-M. Ladougne (JMLA BTP Consulting), H. Lagarde (Fedal), C. Michaïlesco (Université Paris Dauphine), M. Rouger (Institut PRESAJE), A. Sauvaget (Conseil Conduite du changement), C. Stalla-Bourdillon (Consultant-Professeur), P. Souplet (Université Paris X-Nanterre), D. Zhang (Bank of China), H. Zimnovitch (Université Paris 11), F. Weill (École de Paris du management).

EXPOSÉ de Nicolas VÉRON

Avant d'aborder la question spécifique de la *fair value*, ou “juste valeur” en français, commençons par quelques considérations générales.

La comptabilité et ses normes servent à créer et façonnner une information qui va permettre de prendre des décisions, notamment économiques. Or, dans le débat comptable, les décideurs ont des intérêts et des points de vue différents, parfois antagonistes, selon qu'ils sont investisseurs, conseillers, membres d'entreprises, auditeurs, régulateurs, etc.

Les investisseurs et leurs conseillers

Les investisseurs eux-mêmes sont des acteurs dont les motivations ne sont pas toutes identiques. Par exemple, tel *hedge fund* s'appuie sur des données de comptes d'entreprise pour investir sur la base d'un algorithme, alors qu'un investisseur plus “fondamental” paie des analystes pour bien connaître quelques entreprises, au-delà de ce que peuvent dire les états financiers. Ils n'ont pas les mêmes exigences vis-à-vis de la comptabilité. D'autres acteurs, comme les agences de notation, aident les investisseurs à prendre leurs décisions, sans oublier la presse financière, dont le rôle est fondamental dans le fonctionnement des marchés.

Les autres parties prenantes

Sont également parties prenantes, entre autres, les “préparateurs de comptes”, c'est-à-dire principalement les entreprises qui, surtout quand elles sont cotées, publient des états financiers ; les auditeurs ou commissaires aux comptes qui vérifient si ces états sont conformes aux normes en vigueur ; et la vaste communauté des régulateurs, autorités publiques qui doivent assurer sur leur territoire la police des marchés.

Dans ce contexte où différents intérêts sont en jeu, les normes comptables visent à exprimer un point d'équilibre en tenant compte à la fois de points de vue exprimés et de principes à respecter.

Les principes d'orientation de la normalisation

Les grands principes ayant présidé à l'élaboration des normes internationales dites IFRS (*International Financial Reporting Standards*) sont proches de ceux qui gouvernent les normes américaines.

Pertinence et fiabilité

L'information doit être pertinente, c'est-à-dire de nature à aider les différents acteurs à prendre des décisions économiques, et elle doit être fiable, ce qui renvoie à toute une série de débats sur des notions de sincérité des comptes ou de représentation fidèle, et donc à des querelles pouvant apparaître comme théologiques ; il y a d'ailleurs quelques parallèles entre les questions de doctrine théologique et les questions de comptabilité.

Intelligibilité et comparabilité

Non seulement l'information doit être intelligible, décryptable par les utilisateurs, mais encore, dans le cas où ils envisagent un investissement en Bourse, il est souhaitable qu'ils puissent comparer les états financiers des entreprises qu'ils ciblent, afin de les évaluer, les unes par rapport aux autres, en termes de performances, de situation financière ou de perspectives d'avenir. La mise en application de ce principe de comparabilité est loin d'être simple.

Les normes IFRS

Depuis 2005, les normes IFRS, produites par l'IASB (*International Accounting Standards Board*), ont valeur légale en Europe dès lors que la Commission européenne les a adoptées formellement, ce qui a été le cas à une exception près : après avoir dans un premier temps rejeté deux dispositions techniques de la norme IAS 39 pour la comptabilisation des instruments financiers, la Commission n'a finalement refusé que celle concernant la macrocouverture. Comme le règlement ne permet pas à la Commission de modifier le texte d'une norme, il me semble que la légalité en Europe de cette modification de la norme IAS 39 est extrêmement douteuse.

Ces normes IFRS sont donc appliquées en Europe par à peu près toutes les entreprises cotées depuis le 1^{er} janvier 2005, et la transition s'est plutôt bien effectuée. Dans la mesure notamment où les investisseurs sont globalement plus favorables à ces normes que les préparateurs de comptes, les débats se poursuivent.

La juste valeur

L'idée est de comptabiliser des actifs ou des instruments financiers¹ à la valeur la plus proche possible d'une référence de marché ou d'une référence économique calculée en fonction d'indicateurs de marché. C'est cela que le jargon comptable nomme "juste valeur". Trois cas peuvent se présenter :

- si, pour un actif ou un instrument financier, il existe un marché suffisamment liquide et profond, alors on prend le prix de marché comme valeur comptable : c'est le niveau 1, le *mark to market* ;
- s'il n'y a pas de marché suffisamment liquide et profond pour l'instrument financier considéré mais s'il existe un instrument relativement comparable pour lequel on a un prix de marché acceptable, alors on prend comme valeur comptable le prix de marché de l'instrument comparable : c'est le niveau 2 ;
- dans les autres cas, on est obligé de construire un modèle qui va donner une valeur économique pour cet instrument financier : c'est le niveau 3, le *mark to model*.

Il faut bien remarquer qu'en aucun de ces cas on ne fait référence à un prix historique. La juste valeur et le coût historique représentent deux options comptables différentes. Certains actifs ou instruments financiers sont comptabilisés au coût historique sans que personne ne le conteste, alors que d'autres sont à l'évidence comptabilisés à la juste valeur : par exemple, si l'on a au bilan des actions d'une société dont le marché est extrêmement liquide, on va les comptabiliser à la juste valeur, en l'occurrence au cours de Bourse. La question est donc de savoir où se trouve la frontière entre ces deux options comptables.

La mise en place du principe de juste valeur

Concrètement, on est loin de la *full fair value*, une situation qui correspondrait à l'idée que tous les instruments financiers devraient être comptabilisés selon le principe de la juste valeur. Il est vrai que cette éventualité a été évoquée et défendue dans un certain nombre de cénacles, y compris de normalisateurs comptables, mais elle n'a jamais été retenue par l'IASB, organisme collectif qui prend ses décisions selon une règle de super-majorité.

Par exemple, lorsqu'une banque prête à une entreprise, ce prêt devant figurer au bilan de la banque jusqu'à ce qu'il soit entièrement remboursé, les normes actuelles disent sans ambiguïté qu'il doit être comptabilisé au coût historique amorti. Si l'entreprise n'est plus en mesure de le payer, il faudra évidemment prendre une dépréciation, mais on ne cherchera pas à évaluer au jour le jour la valeur de marché de ce prêt.

¹ Les instruments financiers sont des titres ou contrats dont certains sont négociables, et certains sont exclusivement utilisés pour anticiper une rentabilité ou un risque financier ou monétaire.

C'est ainsi qu'une grande partie du bilan des banques n'est pas en juste valeur. Toutefois, la titrisation fait passer instantanément en juste valeur des prêts qui étaient au coût historique, parce qu'ils ont été transformés en instruments négociés sur les marchés. En gros, on peut dire que le bilan des banques est valorisé pour 70 % au coût historique amorti, 30 % à la juste valeur.

Les grandes questions qui se posent

La juste valeur est-elle responsable de la crise ? Ce débat en France a été dominé, plus qu'ailleurs dans le monde, d'abord par la question de l'importance des normes comptables, ensuite par celle de leur responsabilité dans la crise.

En simplifiant on peut résumer la situation à peu près ainsi :

- les *investisseurs*, et plus généralement les utilisateurs d'informations financières, considèrent que la juste valeur n'a aucune responsabilité dans la crise, et qu'elle correspond à un principe utile qui doit être défendu ;
- les *préparateurs de comptes*, en premier lieu dans les banques et les assurances, critiquent le principe de la juste valeur, dont ils arguent qu'il est contraire à l'intérêt public et qu'il a une responsabilité dans la crise ;
- les *auditeurs*, écartelés entre les utilisateurs et les préparateurs de comptes, se réduisent souvent à un silence prudent dans le débat ;
- les *régulateurs* sont également écartelés entre une réalité politique façonnée par le jeu des intérêts économiques et démocratiques, et leur mission formelle de protéger l'intégrité des marchés et les intérêts des investisseurs.

Mais à cette question qui met en cause les normes comptables, peuvent s'en ajouter d'autres tout aussi cruciales. En voici quelques-unes.

Faut-il remettre en cause l'IASB ?

Doit-on revoir la gouvernance, le financement et même le mandat de l'IASB, cette organisation internationale assez unique dont le rôle de normalisateur mondial impacte directement la vie des affaires ? C'est une question d'actualité, à laquelle l'IASB a elle-même cherché à répondre par la création d'un *Monitoring Board* où sont notamment représentées la SEC (*Securities and Exchange Commission*) qui est l'autorité des marchés des États-Unis, son homologue japonaise la FSA (*Financial Services Agency*), et l'OICV (IOSCO en anglais), l'Organisation internationale des commissions de valeurs des autorités des marchés financiers. Un représentant du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire y est également observateur. La Commission européenne n'a pas encore signé les documents correspondants mais devrait rejoindre le *Monitoring Board* prochainement.

Quid de l'articulation des règles comptables et prudentielles ?

Depuis les années 1980, des ratios de solvabilité doivent être maintenus par les banques et les assurances selon des normes négociées au niveau mondial au sein du Comité de Bâle pour la Supervision Bancaire. Comme Bâle I a vite atteint ses limites, une négociation s'est engagée à la fin des années 1990 et a abouti après 6 ans à l'accord de Bâle II, mais à la première crise venue on se rend compte que cela ne marche pas très bien non plus, et qu'il va falloir le renégocier. Malgré ces expériences un peu décevantes, l'idée persiste qu'il faut des normes prudentielles pour le calcul des ratios de solvabilité. Se pose alors la question de l'articulation entre ces normes prudentielles et les normes comptables.

Les normes sont-elles appliquées ?

Il ne suffit pas d'avoir des normes, encore faut-il qu'elles soient appliquées de façon cohérente dans les états financiers que publient les entreprises. Or, il semble qu'aujourd'hui l'importance de la cohérence et de la qualité de la mise en œuvre des normes et de son contrôle (*enforcement*) n'est pas assez perçue et reste insuffisamment débattue.

Que va-t-on faire du secteur bancaire ?

Alors que l'on se perd en France dans des débats théologiques sur la juste valeur, la vraie question est de savoir ce que l'on fait des banques devenues insolubles, en Europe comme aux Etats-Unis. Le débat sur les normes comptables fait souvent office d'écran de fumée par rapport à cette réalité extrêmement dure que des banques qui aujourd'hui semblent vivantes, sont en fait des "zombies banques", des banques mortes vivantes.

Non coupable !

Ma conclusion est que la comptabilité n'est pas coupable de la crise, et qu'elle n'y a joué qu'un rôle tout à fait mineur. On peut noter par ailleurs que personne ne critiquait la juste valeur, notamment dans le secteur bancaire, quand elle permettait de comptabiliser des actifs financiers à des prix très élevés, généralement considérés aujourd'hui comme non fondés sur une réalité économique. Même les normes prudentielles et l'impact de ratios de solvabilité mal calculés n'ont pas été véritablement déterminants dans la crise. Celle-ci a plutôt été causée par un endettement non maîtrisé, une gestion des risques inadéquate, et une mauvaise régulation du secteur financier, éléments qui existaient bien avant que l'on n'invente la juste valeur. C'est pourquoi je plaide non coupable pour la juste valeur !

EXPOSÉ d'Olivier POUPART-LAFARGE

Nicolas Véron a bien décrit la situation dans laquelle nous sommes, mais d'autres conclusions sont possibles.

Certes, le principe de juste valeur n'est pas coupable. Les membres du G20 ont eux-mêmes déclaré que les défaillances majeures du secteur financier ainsi que de sa régulation et de sa supervision ont été les causes fondamentales de la crise. Ils ont cependant ajouté qu'il fallait réviser les normes comptables selon les points suivants :

- la valeur des instruments financiers doit être basée sur leur liquidité et sur l'horizon de détention de l'investisseur, ce qui est un point fondamental ;
- la complexité des normes comptables doit être diminuée ;
- la possibilité de passer des provisions pour risque de pertes doit être renforcée ;
- les normes concernant les engagements hors bilan et les incertitudes de valeur doivent être améliorées ;
- les normes d'évaluation doivent être établies au niveau international en coopération avec les superviseurs financiers – à cet égard, je précise qu'il a été beaucoup reproché à l'IASB de ne pas s'être suffisamment coordonné avec les normalisateurs prudentiels ;
- l'implication de toutes les parties prenantes, en particulier celle des régulateurs prudentiels et des marchés émergents, doit être améliorée.

Il n'est donc pas contradictoire de maintenir le principe de juste valeur et de demander néanmoins des changements significatifs dans les normes comptables et la manière de les établir.

Les raisons de l'incompréhension

Pourquoi ces demandes ? J'y vois cinq raisons principales.

La valeur de marché favorisée

Le normalisateur a toujours poussé à considérer la valeur de marché, lorsqu'elle est disponible, comme juste valeur, tout simplement parce qu'elle lui paraît objective, alors qu'il doute fortement de la fiabilité du management des entreprises. Il le soupçonne en effet de vouloir biaiser la vérité en construisant des modèles très optimistes en période de crise, et très pessimistes en période de boom économique, afin d'influer sur les résultats. Il estime que tout

ce qui vient des managers est du domaine du mythe et non de la réalité, d'où le fameux *mark to myth* que Nicolas Véron n'a pas cité.

Je combats totalement cette attitude. Je crois au contraire que les managers sont les mieux placés pour construire des modèles de valorisation qui tiennent compte de leurs intentions, en particulier du temps pendant lequel ils prévoient de garder leurs actifs. Évidemment, ils doivent être contrôlés, mais je leur accorde a priori plus de confiance qu'aux valeurs de marché.

Cette référence à la valeur du marché convient évidemment aux cabinets d'audit qui n'ont plus qu'à prendre le cours de la veille, sans avoir à se demander s'il était intelligent ou stupide, ce qui, de facto, les met à l'abri de toute critique.

Une valeur de marché mal comprise

Une valeur de marché est un prix résultant d'un équilibre momentané entre une offre et une demande. Ce prix peut être très différent de la valeur économique "vraie" en raison de problèmes de liquidité de marché. Les acheteurs peuvent se raréfier, faute d'argent à investir, et les vendeurs être amenés à déprécier leurs actifs sans raison intrinsèque. C'est actuellement le cas des actions, un des rares instruments financiers encore liquides. Du coup, des banques ou des fonds, manquant de liquidités, vendent leurs actions, rendant ainsi le courant vendeur excessif, ce qui explique en grande partie la baisse des cours.

Une transaction marginale généralisée

Il n'est évidemment pas justifié de valoriser la totalité des actions d'une société au prix constaté la veille lors de la vente d'un millionième de ses actions ! Cette transaction marginale ne peut être généralisée à l'ensemble du stock.

Une procyclicité² exagérée

Donner à des actifs financiers leur valeur de marché conduit nécessairement à nourrir les bulles financières et à creuser les crises, mais c'est peut-être encore plus grave en cas de bulles, car ce sont elles qui entraînent les crises.

De mauvaises décisions suscitées

Les normes actuelles conduisent le management des entreprises à prendre des décisions stratégiques forcément influencées par le court terme. Fort heureusement, certaines entreprises au capital relativement bien contrôlé peuvent se permettre de ne pas trop intégrer dans leurs prises de décision les variations de cours qui en résulteront.

Une autre méthode comptable est-elle préférable ?

Il n'est pas question de revenir au prix historique, mais il faut définir autrement la juste valeur, à savoir comme la valeur économique d'un actif *pour celui qui le possède*. Il doit bien sûr valoriser cet actif à la valeur de marché s'il a l'intention de le vendre à très court terme. Mais à l'inverse, si par exemple la Caisse des Dépôts et Consignations a l'intention de détenir des actions Accor pendant encore dix ans, pourquoi devrait-elle appliquer le cours du jour ? Il s'agit bien pour le détenteur de l'actif de savoir ce qu'il compte en faire et de calculer sa valeur économique en fonction de ce qu'il va pouvoir en faire.

Prenons quelques exemples pour illustrer les différences entre la valeur économique d'un actif et la valeur de marché imposée par les normes actuelles.

² Si une variable augmente plus vite pendant les expansions et moins vite pendant les récessions, on dit qu'elle a un comportement procyclique.

La valeur d'un instrument coté

Si je détiens un instrument financier coté qui est la représentation d'une créance dont les probabilités d'encaissement sont bonnes, et si j'ai l'intention de le conserver jusqu'à son échéance, je n'ai aucune raison de déprécier cette créance sous prétexte que cet instrument n'a pas d'acheteur sur le marché financier. Sa juste valeur est sa valeur actualisée au taux de l'entreprise et non sa valeur de marché.

La juste valeur des dettes des banques

Lorsqu'un instrument de dette d'une banque, par exemple une obligation, se négocie sur un marché avec une décote par rapport à sa valeur nominale, la norme IAS 39 permet à la banque de le déprécier en tenant compte de sa valeur de marché, et d'enregistrer cette dépréciation en bénéfice. Ce qui veut dire que plus la banque va mal, plus elle peut dégager de profit sur la dégradation de son *rating*³ ! Ce qui est un petit peu paradoxal.

Bien entendu, la Commission bancaire, qui joue le rôle de régulateur prudentiel en France, rejette cette règle et rectifie le passif des banques en maintenant les dettes à leur valeur nominale. Mais cela crée un nouvel état financier, et on peut alors se demander lequel communiquer aux investisseurs. Tant que la banque n'est pas en faillite, j'ai tendance à penser qu'il vaut mieux garder la valeur nominale des dettes.

Des valeurs contradictoires

Les cours de Bourse des entreprises sont aujourd'hui, pour beaucoup, très inférieurs à leur actif net comptable. Par exemple, la valeur nette comptable de la BNP est de 55 milliards d'euros, et sa valeur de marché de 32 milliards ; pour AXA, c'est 37 contre 21 ; Saint-Gobain, 14 contre 12 ; Arcelor 41 contre 28 milliards. Les contradictions sont majeures entre la valeur des actions sur le marché et la valeur de ces mêmes actions dans les comptes établis selon les normes IFRS !

Les enjeux du choix de la valeur

Un impact considérable

Définir la juste valeur comme étant la valeur de marché, ou au contraire la valeur économique pour celui qui le possède, a un impact considérable, principalement quand il s'agit de banques et d'assurances.

Voici un premier exemple qui a été présenté à la Commission financière du Congrès américain : il s'agit du cas réel d'une banque américaine qui a subi une perte de 1,8 million de dollars ; selon les hypothèses les plus pessimistes, elle en perdra 100 millions en fin de parcours, mais, sur la base des valeurs de marché qui ne correspondent en rien aux valeurs économiques, on l'oblige à déprécier 913 millions de dollars dans son portefeuille de titres. Est-ce bien raisonnable ?

Autre exemple : en présentant les comptes 2008 d'AXA, Henri de Castries a déclaré publiquement ceci : « *Le résultat net d'AXA pour 2008 s'élève à 923 millions d'euros. Ce résultat ne représente pas la réalité économique. En écartant l'impact des normes IFRS qui obligent à comptabiliser les actifs détenus à la valeur de marché – soit un impact de 1,9 milliard d'euros –, le véritable résultat serait de 2,8 milliards d'euros.* » Dans les compagnies d'assurance, l'horizon de détention est fondamental, puisque le passif est long. Pourquoi ne pas admettre que l'actif est également long ?

³ Rating : en l'occurrence, estimation de la capacité de la banque à rembourser sa dette.

La critique vaut aussi pour les règles prudentielles applicables aux assurances (Solvency II) puisqu'une nouvelle règle dont l'horizon est de seulement 12 mois est sur le point d'être validée. Du coup, le seul et unique objectif des compagnies d'assurance sera d'être liquides à douze mois, comme si une compagnie d'assurance se gérait sur une si courte durée !

La qualité de l'information

J'entends dire que l'information que l'on donne aux investisseurs sur la valeur des portefeuilles en se référant à la valeur de marché est très intéressante et très importante. Je crois au contraire que donner le prix qui a été déterminé la veille par tous les spéculateurs de la terre, en tête desquels les vendeurs à découvert, n'est pas du tout informatif. Si à l'inverse, sous contrôle des commissaires aux comptes, on calcule une valeur économique en se basant sur les horizons de détention des différents actifs, cette information est beaucoup plus riche, parce que l'on va être obligé de la détailler dans des annexes.

De multiples comptes ?

Faut-il distinguer les normes comptables destinées aux investisseurs de celles destinées aux régulateurs prudentiels ? C'est un des arguments de l'IASB qui déclare travailler pour les investisseurs qui n'ont pas d'autorité sur les entreprises et donc, ne peuvent exiger d'elles de les informer. À l'inverse, les régulateurs prudentiels ont autorité pour demander aux entreprises des informations complémentaires, de même que le management a la possibilité d'exiger de ses comptables et de ses gestionnaires les informations dont il a besoin.

Cette approche-là conduirait à faire de multiples comptes : pour juger de la qualité du management, pour le fisc, pour les régulateurs et aussi pour les investisseurs, entre lesquels il faudrait distinguer investisseurs long terme, court terme, spéculateurs, etc. J'ai lutté trente ans contre la multiplicité des comptes parce que j'ai passé trop de temps à corriger, justifier et réconcilier les comptes des uns et des autres. Pour faire revenir la confiance, il faut donner les mêmes comptes à tout le monde, et notamment les mêmes aux investisseurs et aux régulateurs.

Pour conclure

Les partisans de la référence à la valeur de marché disent qu'elle constitue un thermomètre objectif qu'il ne faut surtout pas casser. Mais si le thermomètre est inexact, le diagnostic sera erroné et la thérapeutique inadaptée.

Je suis d'accord que ce n'est pas la juste valeur qui a créé la crise, de même qu'au XVIII^e siècle ce n'étaient pas les saignées qui provoquaient les maladies infectieuses. Mais leur multiplication tuait le malade au lieu de le renforcer. Je crains que la juste valeur ne soit un peu comme les saignées des médecins du XVIII^e siècle, c'est-à-dire que face à un malade, elle l'empêche de reprendre des forces, l'affaiblit, parfois même l'achève.

EXPOSÉ de Gilbert GÉLARD

Bien que l'on nous ait rebattu les oreilles de cette question pendant des mois, et ce, même avant la crise, je prends acte que personne ici n'impute la crise aux normes comptables. Mais la juste valeur y a-t-elle participé ?

La juste valeur

Nicolas Véron a très bien expliqué ce qu'est la juste valeur, dont la définition est résumée dans la norme américaine FAS 157. Nous nous en inspirons fortement dans notre norme IAS 39 qui indique comment elle doit être définie quand on l'utilise ; c'est somme toute assez rare, car même dans les instruments financiers les plus susceptibles d'être évalués à la juste valeur, de grands pans de bilans restent au coût historique amorti. C'est notamment le cas pour les banques qui ne titrisent pas.

De quoi choquer

Si au contraire les banques titrisent, elles reçoivent des quantités de titres venant d'autres banques qu'elles ne connaissent pas, dans des portefeuilles dont elles ignorent le contenu, et c'est une des causes de la crise. Elles vont s'ingénier à les mettre dans des véhicules hors bilan en les ôtant du même coup de la vue du public, ce qui est très grave.

Le fait que la valeur de la dette d'une banque diminuerait au fur et à mesure que son *credit standing* (niveau de solvabilité) disparaîtrait est aussi très choquant. Je précise cependant que la règle n'est pas de diminuer cette dette, mais de la laisser au coût historique, et que le choix de la diminuer n'est qu'une option pour le préparateur. La Société Générale l'a choisie l'année dernière, et n'était certainement pas la seule.

Olivier POUPART-LAFARGE : Plus de la moitié des banques ont choisi cette option, comme presque toutes les banques américaines. Les banques françaises ont suivi le mouvement en estimant qu'il n'y avait pas de raison que les Américains puissent le faire et pas les Français.

Gilbert GÉLARD : Personnellement je suis pour l'utilisation de la juste valeur pour beaucoup d'instruments financiers, mais je ne le suis clairement pas quand il s'agit du passif. À mon avis, nous n'aurions pas dû permettre une telle option.

Une erreur d'application

En grande partie, les banques se sont infligées elles-mêmes la peine en inscrivant dans leur portefeuille de *trading*⁴, donc en juste valeur, quantité d'instruments qui, n'étant pas vraiment négociables, n'auraient pas dû être comptabilisés en juste valeur. Lorsqu'elles ont constaté que ces instruments n'étaient plus négociables, elles ont voulu les faire sortir du portefeuille de *trading* pour les mettre dans un portefeuille comptabilisé au coût historique, ce que nous avons finalement admis en octobre 2008, à la suite d'une intervention du politique, mais en exigeant que les banques disent ce qu'auraient été leurs résultats si elles n'avaient pas déclassé leur portefeuille. Cette intervention politique de l'Union européenne était vraiment malvenue, car la crise était là et ce n'était pas le moment de changer le thermomètre.

Les interférences entre normes

En fait, c'est pour des raisons prudentielles que les banques ont mis indûment ces titres bizarres en portefeuille de *trading*. Cette conjonction malheureuse entre les normes prudentielles et les normes comptables est une des causes de la crise. Se pose alors la question de savoir si les normes prudentielles doivent suivre les normes comptables. J'observe que

⁴ L'activité de *trading* : activité régulière d'achat-vente d'instruments financiers aisément négociables.

seulement deux secteurs sont soumis aux normes prudentielles : les banques et les assurances. S'il y a des normes prudentielles, c'est que l'on poursuit un autre objectif que l'information du marché. Elles ne devraient donc pas interférer avec les autres normes.

Les comptes spécifiques

Je suis pour la spécificité des divers jeux de comptes, mais les comptes destinés aux investisseurs sont pour moi les plus importants. Pour ce qui relève du prudentiel, la tyrannie des ratios est un véritable pousse-au-crime, car elle incite à prendre de manière instantanée des décisions contre-productives.

Le "court termisme"

Une norme comptable se veut toujours neutre. Ce sont les comportements des dirigeants qui relèvent ou non du court termisme. Il faudrait peut-être aussi réfléchir à d'autres phénomènes qui ont contribué à nous conduire à la crise actuelle.

Les stock-options et les bonus

En tant que citoyen, je pense que le système des stock-options est le plus pousse-au-crime qui soit pour les dirigeants. Il devrait être interdit parce qu'il est une mine à délits d'initié, et il induit du court termisme en encourageant une gestion des résultats visant d'éventuels profits personnels. Du reste, toute rémunération basée sur les futurs cours de l'action me semble devoir être interdite, y compris les bonus.

Mais en tant que normalisateur comptable, je constate que les stock-options existent et sont licites, et je dois faire en sorte qu'elles soient comptabilisées le mieux possible, c'est-à-dire en frais de personnel, donc dans les comptes de résultats, ce qui ne plaît sans doute pas à tout le monde. Par ailleurs, si lorsque le marché monte on considère légitime de rémunérer le travail sur la base de cette augmentation de valeur, il faut que ce soit également légitime quand le marché baisse, et donc admettre qu'il y ait une cohérence entre la mesure comptable et les bonus. Or, personne ne s'est plaint des bonus quand le marché montait, ce qui a légitimé le traitement comptable. Il faut donc bien savoir de quoi on veut parler.

La gouvernance

La gouvernance est très importante, et à cet égard les normes comptables et celles des régulateurs prudentiels doivent être cohérentes. La position de lIASB selon laquelle ce n'est pas son problème, mais celui de ces régulateurs, n'est à mon avis pas tenable. Autant je ne vois pas pourquoi les comptes des secteurs faisant l'objet d'une réglementation prudentielle – les banques et les assurances – seraient différents des autres, autant je crois que nous devons nous coordonner avec les autorités prudentielles.

Ma position peut paraître ambiguë, mais comme les autres membres du *Board* de lIASB je suis effectivement un quasi-législateur. Un pouvoir énorme nous est déjà donné par l'Europe, et sans doute bientôt par le Japon, le Canada, le Mexique, l'Inde, et la Chine. Nous devons donc trouver un point d'équilibre entre une indépendance et une tutelle qui nous légitimerait dans l'ensemble mondial, car la crise qui touche le monde entier a paradoxalement prouvé que la mondialisation fonctionne.

Il reste à la réguler au maximum, et répondre à la demande de disposer à terme d'un ensemble unique de normes comptables, objectif vers lequel nous devons converger rapidement avec les États-Unis, ce que nous essayons de faire et dans l'ensemble cela ne marche pas trop mal.

La neutralité du normalisateur

Quand Nicolas Véron a parlé des critères de qualité des états financiers, il a cité la pertinence, la fiabilité, la comparabilité et l'intelligibilité. Il aurait pu ajouter la neutralité qui concerne à la fois la comparabilité et la pertinence, deux concepts qui du coup s'entrechoquent. En effet,

selon la comparabilité, un titre devrait avoir la même valeur quelle que soit l'entreprise qui le détient, ce qui n'est pas vraiment pertinent puisque la valeur est différente selon l'utilisation que l'on compte faire de ce titre. Le normalisateur a privilégié jusqu'à présent la comparabilité parce qu'il craint que les intentions du management ne soient pas fiables ou ne puissent être menées à leur terme. Je ne pense pas qu'il ait complètement tort.

Quand Olivier Poupart-Lafarge dit que la juste valeur d'un instrument financier doit être la valeur économique pour l'entreprise qui le possède, je m'interroge toujours pour savoir quelle est cette valeur économique et comment l'investisseur pourrait la comparer de manière utile pour ses prises de décision, et c'est pourquoi je me range plutôt du côté de ceux qui privilégient la comparabilité et la neutralité de la mesure comptable.

DÉBAT

Du sacré

Un intervenant : *Il me semble assez normal de se rapprocher de la théologie car la comptabilité est imbibée de sacré et c'est pour cela qu'elle fonctionne.*

Bernard Colasse (Professeur à l'université Paris-Dauphine) : Luca Pacioli, l'auteur du premier manuel de comptabilité, préconisait de mettre le signe de croix sur les livres de comptes. Aujourd'hui on n'invoque plus Dieu mais l'investisseur, un être assez mythique ; c'est vrai, on est toujours dans le sacré.

Nicolas Véron : Il ne faut pas pousser le parallèle trop loin, mais il apporte des clés de compréhension. La doctrine théologique se heurte souvent à la complexité et à la diversité du réel. L'IASB est dans une position assez comparable en promouvant des principes comme celui de la *fair value* qu'il ne parvient pas à étendre à l'ensemble des instruments financiers. L'IASB rappelle certains conflits passés entre le pape, qui affirmait la neutralité politique de la foi (à César ce qui est à César) alors que les gouvernants pensaient que son autorité morale sur leurs sujets faisait de lui un rival politique. La papauté est d'une certaine manière la première tentative de construire une institution politique (de fait, sinon de droit) à l'échelle mondiale. Les affrontements actuels entre l'IASB et les autorités politiques font parfois penser au début de la Réforme, une révolte venant de la base contre une autorité perçue comme illégitime et inefficace. Mais la papauté a près de deux mille ans d'âge, alors que l'IASB est encore loin d'avoir prouvé sa capacité à durer.

Et la valorisation du capital humain ?

Int. : *Je regrette qu'on ne cherche absolument pas à valoriser le capital humain, alors que ce serait intéressant, ne serait-ce que dans une vision humaniste.*

Olivier Poupart-Lafarge : Quand on achète un *goodwill*⁵, il est représentatif d'un certain nombre de choses, la marque, le *know-how*, les brevets, etc., mais aussi le capital humain. En revanche, si l'on a créé soi-même le capital humain, on n'a pas le droit de le valoriser et c'est regrettable. Par ailleurs, si l'on a été amené à déprécier une action parce que l'entreprise a effectivement perdu de sa valeur, il se peut qu'ensuite, grâce à un effort managérial, on parvienne à reconstituer cette valeur et donc à revaloriser le capital humain. Mais là encore, on ne peut ni le comptabiliser, ni même reprendre une provision qu'on aurait passée. On pourrait au moins admettre de pouvoir reprendre des prévisions pour dépréciation dans ce cas-là.

Gilbert Gélard : Je défends cette thèse depuis très longtemps.

⁵ Le *goodwill* (appelé aussi survaleur) est la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel valorisée à la valeur de marché.

N. V. : Du point de vue de l'analyste externe, le capital humain n'est pas la propriété de l'entreprise, et ne peut donc entrer dans la définition comptable d'un actif. Comme cela vient d'être dit, on ne mesure pas le *goodwill* que crée l'entreprise tant qu'il n'a pas été cristallisé dans une transaction de vente. C'est peut-être la plus grande des limitations de la comptabilité. Du coup, une part considérable de la valeur est et restera ignorée par la comptabilité. C'est pourquoi je suis sceptique face à l'idée de reprendre des provisions pour dépréciation de *goodwill*. Il faut arriver à vivre avec cette difficulté de la même façon que dans d'autres disciplines on vit avec l'imperfection du monde.

G. G. : Le fait de n'être pas propriétaire des gens ne me paraît pas rédhibitoire, parce que ce n'est pas la notion de propriété qui compte pour déterminer un actif, c'est celle de ressource à sa disposition. Par exemple, bien qu'on ne soit pas propriétaire d'un bien en leasing, il sera bientôt possible de le mettre à l'actif et la dette correspondante au passif. Il reste que les gens peuvent partir du jour au lendemain ce qui fragilise la notion de permanence du capital humain.

La gouvernance de l'IASB

B. C. : *Derrière les modèles comptables il y a des modèles de gouvernance des entreprises. Il est clair que pour Olivier Poupart-Lafarge la partie prenante dominante est le manager, et pour Gilbert Gélard c'est l'investisseur. À vrai dire, je me sens beaucoup plus proche de ce qu'a dit Olivier Poupart-Lafarge mais sans aller jusqu'à dire qu'il faut substituer la valeur économique à la juste valeur de marché, parce que tous les dirigeants ne sont pas vertueux et toutes leurs intentions ne sont pas bonnes. Cela dit la connaissance des intentions d'un dirigeant pour un investisseur est extrêmement importante.*

Tous les problèmes évoqués par Nicolas Véron nous ramènent à la question de la gouvernance de l'IASB. Il est clair qu'il y a quand même un problème avec la juste valeur, et qu'il faudra sans doute procéder à un réglage assez fin de son application. D'ailleurs l'IASB a commencé à le faire en octobre dernier, mais à son corps défendant, prouvant ainsi que son indépendance et son autonomie sont quand même relatives, ce qui me semble inévitable. En effet, en faisant des normes comptables on agit sur le réel, avec des conséquences économiques, financières et sociales. C'est pourquoi le problème de la mise sous tutelle de l'IASB va se poser. À défaut d'une organisation mondiale de la finance, je pense que le Forum de stabilité financière pourrait jouer ce rôle.

G. G. : Je sais que notre indépendance est une sorte de fiction, car actuellement l'Union européenne a déjà le pouvoir d'entériner, d'amender ou de refuser les normes que nous établissons. Mais à qui rendre compte ? Puisque l'IASB a de fait vocation à toucher de nombreux pays au-delà de l'Union européenne, il faut trouver l'organisme légitime. Vous citez le Forum de stabilité financière qui se préoccupe essentiellement de règles prudentielles concernant les banques et les assurances, et non l'ensemble de l'économie. Je ne pense pas que l'IASB doive être rattaché à un organisme prudentiel.

B. C. : *Ce n'est pas ce que j'ai voulu dire. Je voulais seulement suggérer que le Forum de stabilité financière pourrait jouer un rôle de coordination entre le normalisateur comptable et les régulateurs prudentiels.*

Sur la non-spécificité des normes

O. P.-L. : Contrairement à la volonté affichée de l'IASB d'avoir des états financiers identiques, que l'on s'appelle Renault ou BNP, je pense que la question de normes spécifiques pour les banques et les assurances se pose. Ce ne sont pas les industriels qui ont mis en cause les normes comptables, parce qu'elles n'ont pas eu un impact suffisamment important sur leurs entreprises, mais les banques et les assurances, qui jouent un rôle particulier dans l'économie mondiale. Pourquoi écarter par principe l'idée d'avoir des normes comptables qui leur soient spécifiques ?

Int. : *Pendant très longtemps les assurances ont eu une comptabilité propre, ce qui a été supprimé assez récemment. Et je suis absolument en désaccord avec cette suppression car la*

sophistication de la maîtrise des paramètres de l'assurance par ses actuaires est, à ma connaissance, ce qu'on fait de mieux dans l'économie.

G. G. : Pourquoi cette sophistication ne se traduit-elle pas dans les comptes des assureurs ? Pourquoi ont-ils le système le plus primaire qui soit pour reconnaître leurs résultats et mesurer leur passif ? Pour des raisons fiscales peut-être ? Je ne sais pas.

Cela dit, notre principe est de ne pas avoir de normes spécifiques, mais nous savons qu'il y a des spécificités. Il est clair que la norme IAS 39 sert beaucoup plus aux assurances qu'aux autres secteurs, et que les banques se servent de la norme IFRS 7 beaucoup plus que les entreprises industrielles et commerciales. Si l'industrie de l'assurance dans son ensemble ne fera pas l'objet de normes spécifiques, il en existera cependant une sur les conséquences comptables d'un contrat signé entre un souscripteur et sa compagnie d'assurance.

Valeur et prix : des concepts distincts

Int. : *Ce qui me choque le plus c'est qu'on appelle juste valeur ce qui en fait est un prix. Or un prix rend compte d'émotions et n'a rien à voir avec une valeur économique.*

G. G. : La juste valeur est définie comme un prix auquel deux parties indépendantes contracteraient sur un marché actif. Peut-être ne devrait-on pas l'appeler juste valeur, mais c'est bien un prix. Ce terme de juste valeur est surtout destiné à l'opposer au coût historique qui a été un prix à une date donnée.

Int. : *C'est quand même dommage d'introduire un terme pouvant être mal interprété et de l'appliquer tout d'un coup, mondialement, avec toutes les conséquences qui peuvent en résulter par ricochet.*

N. V. : Dans ces débats il faut prendre garde à ne pas se perdre dans des questions de vocabulaire. Dans une ambition de produire des normes mondiales, nous devons parvenir à discuter des concepts sans être arrêtés par ce genre de questions qui ne peuvent que nous ramener en arrière.

Valeur de marché et valeur économique

Int. : *Olivier Poupart-Lafarge a fait la distinction entre valeur de marché et valeur économique. La valeur économique est évidemment plus convaincante, mais à condition de faire confiance au management parce qu'il est le mieux à même de l'évaluer et c'est cela qui pose problème à l'IASB. En tout cas, le fait d'évaluer au cours de Bourse de la veille le paquet d'actions que l'on détient, peut quand même paraître surprenant puisqu'on évalue un stock à partir des prix de transactions marginales...*

G. G. : Nous avons attaqué plusieurs fois ce problème de la valorisation d'un ensemble d'actions important, et nous sommes arrivés à deux conclusions contradictoires : pour certains cela vaut plus cher qu'une action isolée multipliée par la quantité, pour d'autres au contraire cela vaut moins cher dans certaines conditions. Faute d'un consensus, nous nous sommes rabattus sur l'idée de valoriser le stock d'actions au cours de la veille.

N. V. : Le prix de marché est évidemment très imparfait comme déterminant de la valeur économique, mais nous n'avons effectivement rien trouvé d'autre permettant de donner lieu à une meilleure norme comptable.

Le trou et la corde

Michel Rouger (Institut PRESAJE) : *Quand j'ai créé le CDR sur le trou de 30 milliards d'euros du Crédit Lyonnais, j'ai fait venir les cabinets d'audit qui en avaient toujours certifié les comptes. Je leur ai demandé de m'expliquer ce qui s'était passé. Ils m'ont dit qu'ils descendaient dans un trou, et que, ne voyant pas le fond, ils avaient demandé qu'on leur envoie de la corde. Il leur a été répondu qu'il n'y en avait plus, qu'ils devaient remonter. Il s'agissait d'auditeurs ayant une place éminente dans le monde de la normalisation.*

N. V. : Je crois que cette histoire de trou et de cordes est effectivement ce qui est en train de se passer pour certaines banques.

L'insolvabilité des banques

Int. : *Vous avez déclaré prioritaire de s'intéresser à la situation du secteur bancaire et notamment à son insolvabilité, au moins partielle. Pouvez-vous nous en dire plus ?*

N. V. : Je crois que les banques défendent l'idée selon laquelle le problème actuel est un problème d'actifs toxiques, qui mineraient la confiance et qu'il serait urgent d'enlever de leurs bilans à un prix si possible assez élevé, pour qu'elles puissent continuer à apporter du crédit à l'économie. Il me semble que cette description ne reflète pas entièrement la situation actuelle pour les raisons que Michel Rouger a rappelées dans sa métaphore du trou et de la corde. Il faut en effet craindre qu'un certain nombre de prix de marché dits non représentatifs parce qu'imputés à l'illiquidité du marché et des ventes forcées, représentent en fait une réalité économique bien réelle. À cet égard, une étude, sortie le 30 mars et réalisée par des économistes d'excellentes universités, conclut que les prix de marché extrêmement déprimés qui sont actuellement observés pour tous ces actifs toxiques refléteraient non pas des ventes forcées mais une dégradation extrême de la qualité des sous-jacents. Si ceci est vrai, cela veut dire que beaucoup de banques sont actuellement en faillite.

Int. : *Alors que suggérez-vous ?*

N. V. : Si ce n'est pas un problème d'actifs toxiques mais un problème d'insolvabilité des banques, il s'agit de faire une procédure de quasi-faillite, c'est-à-dire de réfléchir à la façon dont le fardeau de cette insolvabilité peut être réparti entre les différentes parties prenantes. Traiter cette situation dégradée est dans ce cas un énorme chantier à la fois législatif et exécutif. Il ne s'agirait donc pas d'un problème de normes comptables, mais d'insolvabilité bancaire et, à mon sens, la raison pour laquelle la question des normes comptables est montée aussi haut dans les sphères politiques, c'est qu'un certain nombre de banques et de gouvernements refusent de reconnaître cette situation d'insolvabilité parce qu'ils ne savent pas comment la traiter. Mais cela ne la fait pas disparaître.

Présentation des orateurs :

Gilbert Gélyard : HEC, diplômé d'expertise comptable, membre du *Board* de l'IASB ; il a été membre du Conseil national de la comptabilité, directeur comptable dans deux groupes cotés et associé de KPMG.

Olivier Poupart-Lafarge : HEC, licencié en Droit, ancien directeur général délégué de Bouygues ; membre des collèges de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité des normes comptables (ANC) ; président d'Opalic.

Nicolas Véron : ingénieur des Mines, économiste au sein de BRUEGEL ; précédemment conseiller industriel au cabinet de la ministre de l'Emploi et de la Solidarité ; directeur financier de MultiMania / Lycos France, et consultant indépendant.

Diffusion juillet 2009