

LE COMPTABLE EST-IL COUPABLE ?

NICOLAS VÉRON

Économiste, Brussels European and Global Economic Laboratory, Bruegel¹

Le principe de juste valeur, tel qu'il figure dans les normes comptables tant américaines qu'internationales, a été l'objet de vives attaques de la part d'une partie de la communauté financière depuis le début du dérèglement des marchés à l'été 2007. Cependant, les alternatives suggérées aboutiraient à une information financière de moindre qualité, avec des risques pour le bon fonctionnement du système financier ainsi que le suggère l'expérience de crises passées, dont la crise japonaise des années 1990. La comptabilité en juste valeur, telle qu'elle est définie par les normes en vigueur, apparaît en définitive comme la pire des solutions à l'exception de toutes les autres. Une réduction de son champ par les autorités publiques n'apparaît pas justifiée. En revanche il conviendrait de corriger les effets procycliques du cadre actuel de supervision bancaire défini par l'accord de Bâle II, dont les finalités prudentielles sont distinctes de celles de la normalisation comptable.

La crise financière a conduit à une mise en accusation répétée du principe de comptabilisation des instruments financiers en référence à une valeur de marché (*mark to market*), inscrit tant dans les normes comptables américaines qu'internationales. Des responsables financiers de premier plan, tels que Martin Sullivan (président d'American International Group, AIG) aux États-Unis ou Henri de Castries en France, sont allés jusqu'à incriminer la comptabilisation en *mark to market* et la notion comptable associée de « juste valeur » (*fair value*) comme un facteur-clé d'explication de la crise. Leur faisant écho, le commissaire européen, Charlie McCreevy, exprimait le 1^{er} avril ses préoccupations quant à « *l'impact de l'évaluation en valeur de marché lorsque les marchés cessent d'être liquides et deviennent irrationnels* »².

Les critiques de la juste valeur portent d'abord sur la comptabilisation des produits complexes résultant de la titrisation de créances immobilières, au cœur de la crise actuelle³. Selon leur argument, les conditions de marché prévalant depuis août conduisent à un déséquilibre entre l'offre et la demande qui se traduit par une chute de la liquidité et des prix aberrants, sans relation avec une valeur fondamentale correspondant au potentiel de génération de flux de trésorerie futurs associés à la détention des titres. Les éléments disponibles de référence de prix – par exemple les indices dits ABX (*asset backed index*), publiés par l'entreprise d'information financière Markit – ont fortement diminué de valeur depuis août 2007. Or, ce sont de tels éléments de comparaison, lorsqu'ils existent, qui sont imposés par les normes comptables comme référence pour attribuer une valeur comptable aux instruments financiers devenus peu liquides (lorsque les éléments

de comparaison sont inexistantes, l'émetteur est autorisé à faire appel à un modèle interne d'évaluation pour déterminer la valeur comptable de l'instrument). Cela vaut tant pour les normes *International Financial Reporting Standards* (IFRS) applicables en Europe, que pour les *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) aux États-Unis. Toujours selon le même argument, la comptabilisation en valeur de marché se traduirait alors par une perte comptable non justifiée par les fondamentaux économiques, réduisant d'autant le capital de la banque concernée et l'obligé ainsi, pour maintenir sa solvabilité, soit à augmenter son capital dans des conditions de valorisation déprimées, et donc au détriment des actionnaires existants, soit à réduire ses encours avec le risque d'un effet dépressif sur l'économie.

Une autre critique porte sur la « procyclicité » induite par le principe de la juste valeur qui renforce la solidité apparente des bilans bancaires en phase haute de cycle et la diminue d'autant en phase basse. Cette critique, souvent formulée de manière plus vague que la précédente, couvre un champ beaucoup plus large. Elle remet en effet en cause le principe de la juste valeur, non seulement lorsqu'il est appliqué aux instruments financiers rendus peu liquides par le dérèglement des marchés, mais de manière beaucoup plus générale dans son application à l'ensemble des instruments financiers⁴.

Si les difficultés auxquelles ces critiques font référence sont bien réelles, en revanche, leur conclusion selon laquelle les normes comptables actuelles devraient être modifiées de manière temporaire ou permanente pour restreindre le champ d'application du principe de juste valeur n'emporte pas la conviction, et ce, pour trois raisons au moins :

- elles n'offrent pas d'alternatives crédibles aux choix de normalisation actuellement en vigueur ;
- elles négligent l'impact négatif qu'aurait la perte des informations actuellement fournies par les états financiers lorsqu'ils respectent ces normes ;
- elles introduisent une confusion contre-productive entre préoccupations comptables et exigences

prudentielles, alors que ces deux catégories ne répondent pas aux mêmes objectifs.

Les critiques de la juste valeur peinent à accompagner leurs arguments de contre-propositions crédibles qui permettraient de corriger les défauts du *mark to market*. La « procyclicité » est, à vrai dire, une conséquence tautologique de la référence à la valeur de marché. La critique correspondante revient donc à contester le principe même de référence au marché comme mécanisme de détermination de la valeur reconnue la plus pertinente d'un point de vue économique à un instant donné. Certes, l'analyse économique a montré depuis des décennies que les marchés étaient le plus souvent imparfaits, même en temps normal, et *a fortiori* en périodes de bulle spéculative ou, à l'inverse, de panique collective, du fait notamment des asymétries d'information et des différences de croyances et de comportements des différents participants. Mais, s'il est aisé de mettre en relief les défauts inhérents à la référence aux prix de marché, il est moins facile d'identifier une méthode de comptabilisation alternative qui remplirait mieux les objectifs de pertinence, de fiabilité, de comparabilité et de compréhensibilité couramment cités comme devant guider la préparation des normes comptables⁵.

La référence au coût historique, parfois invoquée, apporte une information moins comparable et, surtout, beaucoup moins pertinente ; elle est donc de moindre valeur pour les utilisateurs de l'information financière et, notamment, pour les principaux parmi ceux-ci que sont les investisseurs financiers. La référence à des prix notionnels fixés par l'autorité publique, qui était le principe essentiel de la comptabilité des économies collectivisées de l'Union soviétique avant la *Perestroïka* et de la Chine avant les réformes de Deng Xiaoping, jouit d'une crédibilité encore plus faible, du moins chez la plupart des économistes et parmi les principaux participants des marchés de capitaux. Lorsque le marché est liquide et actif, l'idée que les valeurs comptables pourraient être maintenues au-dessus des prix de marché est contraire au principe de prudence et ne résiste pas bien longtemps à l'examen.

En ce qui concerne les instruments financiers peu liquides, le problème posé est plus épineux mais, là aussi, il semble difficile d'apporter des alternatives crédibles aux choix actuels de normalisation comptable, eux-mêmes résultant d'une longue suite d'essais et d'erreurs depuis plusieurs décennies. Une option parfois évoquée est de remplacer la référence à des « instruments comparables », au cœur des difficultés actuelles sur les produits de titrisation complexes, par le recours à un modèle de valorisation interne, ou *mark to model*. L'utilisation d'un modèle peut être facteur de transparence si elle est accompagnée d'informations détaillées sur les caractéristiques des instruments modélisés et les hypothèses retenues. Mais elle donne aussi, en général, aux dirigeants de l'entreprise une latitude inégalée pour déterminer les éléments-clés de la modélisation, notamment les flux financiers futurs et le taux d'actualisation, et faire varier en conséquence la valeur déterminée par le modèle pour un instrument financier donné. Comme l'observait il y a plus de cinq ans l'investisseur américain Warren Buffett, dans une formule souvent reprise depuis, « *dans les cas extrêmes, le mark to model dégénère en ce que qu'on pourrait plutôt appeler le mark to myth* »⁶. La plupart des utilisateurs d'information financière considèrent en conséquence que la référence à un marché, dès lors qu'il existe, et même s'il est imparfait, est en générale préférable à un modèle interne préparé par l'émetteur.

Parmi les autres propositions émises pour atténuer le choc comptable résultant du retournement des marchés pour les établissements financiers, aucune ne remporte l'adhésion. Dans une tribune publiée le 3 avril 2008 par le quotidien *Financial Times*, trois membres du groupe d'expertise technique de l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG⁷), par ailleurs salariés de grands émetteurs cotés (Bear Stearns, BP et Siemens), ont proposé un mécanisme de lissage des prix de marché sur une période pouvant aller de six mois à un an pour servir de référence aux dépréciations d'actifs financiers⁸. Mais cette solution, qui diminuerait à l'évidence le contenu informationnel des comptes en supprimant une partie de leur réactivité face à l'évolution des

conditions de marché, ne permettrait pas nécessairement d'atteindre l'objectif qui semble motiver ses auteurs. Dans le cas qui a focalisé le débat, l'utilisation des indices ABX, elle n'aurait pas amélioré le lot des banques de manière décisive : à la mi-avril 2008, et en dépit d'un rebond récent, la valeur de ces indices reste déprimée depuis plus de six mois, et une moyenne sur cette période se traduirait donc également par une valeur « artificiellement basse » comparée à ce que les détracteurs de la juste valeur considèrent comme les « fondamentaux économiques »⁹.

Si les alternatives proposées à la juste valeur n'apportent pas de réponses évidentes aux exigences du moment, en revanche, elles ont toutes en commun de réduire l'information disponible pour les investisseurs et les autres utilisateurs de l'information financière et, dans de nombreux cas, d'offrir aux entreprises des possibilités de « lissage » des comptes et de manipulation discrétionnaire des états financiers que la référence aux prix de marché – même rendue imparfaite par l'assèchement de la liquidité – ne permet pas ou du moins pas autant. Il est donc prévisible que leur adoption se traduirait par une prime de risque plus élevée pour les actions des sociétés correspondantes et par une moindre performance du marché. Cet effet a été observé de manière spectaculaire au Japon, au cours des années 1990, lorsque le ministère des Finances a permis aux banques de ne pas déprécier leurs moins-values latentes liées à l'état de dépression persistante des marchés. La conséquence en a été une perte de confiance généralisée dans les états financiers des banques, dont la plupart des observateurs considèrent aujourd'hui qu'elle a contribué à aggraver la crise financière plutôt qu'à l'atténuer.

Dans le même temps, les craintes associées à un éventuel provisionnement excessif des pertes liées aux conditions du marché ne sont pas clairement fondées sur une observation empirique du comportement des marchés. Ces derniers ont montré une tolérance parfois étonnante aux annonces de pertes comptables, parfois spectaculaires, des banques au cours des derniers mois. Dans un cas particulièrement spectaculaire, la révélation d'une provision comptable de

19 milliards de dollars au 1^{er} trimestre 2008 par la banque suisse UBS, annoncée au marché le 1^{er} avril 2008, s'est traduite par une augmentation de près de 15 % du cours de bourse par rapport à la clôture de la veille, qui s'est maintenue au cours des séances suivantes. À l'inverse, les épisodes lors desquels le marché a brutalement perdu confiance dans un établissement financier, par exemple pour Bear Stearns les 13 et 14 mars 2008, n'ont pas été associés à des informations nouvelles relatives aux états financiers, mais à des craintes plus fondamentales sur la liquidité et la solvabilité intrinsèques de la banque. En d'autres termes, les marchés ne semblent pas aveuglés par les éventuelles caractéristiques artificielles des données comptables. Les problèmes constatés n'ont pas trait à la manière dont la comptabilité rend compte du marché, mais bien au fonctionnement du marché lui-même.

En définitive, la comptabilisation en *mark to market* telle qu'elle est actuellement inscrite dans les normes IFRS et US GAAP apparaît bien, comme la démocratie selon Churchill, comme le pire des systèmes à l'exception de tous les autres¹⁰. La référence aux indices ABX dans la période actuelle n'a rien d'idéal mais ne justifie pas un changement des normes, et aucun système de normalisation ne pourrait permettre une comptabilité pleinement satisfaisante dans l'environnement de marché actuel. Cela ne signifie pas que les normes, IFRS ou US GAAP, soient pour autant parfaites. Il ne fait guère de doute qu'elles subiront des modifications dans les années à venir, comme cela a d'ailleurs été suggéré récemment par le normalisateur lui-même dans le cas des IFRS¹¹. Mais le champ qu'elles attribuent au principe de référence au marché, et à la notion plus large de juste valeur, n'apparaît pas excessif au regard des caractéristiques des marchés financiers dans les pays développés et des enseignements des crises passées. Restreindre ce champ ne serait guère susceptible de guérir les maux bien réels des marchés financiers et risquerait, au contraire, de les aggraver en réduisant la confiance des investisseurs et observateurs dans les comptes publiés par les entreprises de services financiers.

D'autres changements seront nécessaires pour relever les défis révélés par la crise en matière d'information financière. Tout d'abord, les imperfections constatées doivent être corrigées autant que possible par la fourniture d'informations appropriées en annexe, permettant aux utilisateurs de prendre du recul vis-à-vis des données comptables elles-mêmes, particulièrement lorsque celles-ci résultent de signaux de marchés brouillés. En mars 2008, le régulateur boursier américain a clarifié et renforcé ces obligations d'information par courrier adressé à l'ensemble des émetteurs d'actions cotées aux États-Unis¹² ; des recommandations comparables ont été formulées par le Forum de la stabilité financière (FSF) dans son rapport présenté aux ministres des Finances du G7 en avril 2008¹³. Les exigences des normes IFRS sur ce point seront sans doute renforcées à l'avenir, même si un progrès a déjà été accompli avec l'entrée en vigueur en 2007 de la norme IFRS 7 relative aux informations à fournir sur les instruments financiers.

Au-delà des normes elles-mêmes, le contrôle de leur mise en œuvre (*enforcement*) est un enjeu-clé dont l'importance est souvent sous-estimée en Europe. La qualité et la cohérence internationale de la mise en œuvre des normes comptables sont un élément essentiel pour la stabilité du système financier, ainsi que l'avait souligné avant le début de la crise le comité de supervision bancaire de l'eurosystème¹⁴. De ce point de vue, la robustesse du dispositif de contrôle dans l'Union européenne est un sujet légitime de préoccupation. La crise financière pourrait conduire les Européens à revenir sur l'actuelle fragmentation de ce dispositif et à envisager la mise en place d'un processus plus centralisé de détermination d'une doctrine européenne d'application des normes IFRS, faisant contrepoids à l'influence déterminante du *Chief Accountant* de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis¹⁵.

L'information comptable (y compris les annexes telles que définies par les normes) ne constitue elle-même qu'une partie de l'information financière fournie par les entreprises de services financiers. Comme le FSF l'a également souligné à juste titre

dans son rapport d'avril 2008, la transparence sur les risques financiers devrait être fortement développée par rapport à son niveau actuel, tout particulièrement à la lumière des enseignements de la crise financière et de la baisse d'importance relative de la signification accordée aux notes de crédit ; un tel accroissement de transparence est un élément potentiellement décisif de renforcement du dispositif de stabilité financière ¹⁶. Il devrait être envisagé non seulement pour le secteur bancaire régulé, mais également pour les acteurs non régulés du système financier ¹⁷.

Enfin, le débat sur la juste valeur a souligné une confusion récurrente entre les exigences de la comptabilité financière, telles qu'elles s'appliquent notamment aux sociétés cotées, et celles de la supervision prudentielle des établissements financiers. Si, en effet, la « procyclicité » n'est guère critiquable dans le contexte d'une information financière destinée aux investisseurs, dont la demande porte sur des éléments d'analyse de la valeur dans un état donné des conditions de marché, il convient en revanche de corriger certains effets de cycle lorsque l'information financière est analysée dans une logique prudentielle. De ce point de vue, les normes dites de Bâle II ont révélé des faiblesses réelles à la lumière de la crise financière actuelle et devront très vraisemblablement être en partie révisées. Le rapport déjà cité du FSF et le communiqué correspondant des ministres des Finances du G7 permettent d'être optimiste sur le fait que cette distinction entre considérations comptables et prudentielles, souvent négligée dans le passé récent, soit désormais prise en compte de manière adéquate par les autorités publiques.

Le débat sur la juste valeur est opportun et indispensable compte tenu du test en vraie grandeur que constitue la crise financière pour des choix de normalisation comptable qui n'avaient jamais été soumis à une telle épreuve de vérité. Ce test ne fournit aucune raison de remettre en cause le choix fait en 2000-2002 par l'Union européenne d'adopter des normes comptables internationales tournées en priorité vers les besoins de l'utilisation de l'information financière par les investisseurs, y compris le recours à

la juste valeur tel qu'il figure actuellement dans les IFRS. Même dans les circonstances exceptionnelles qu'ont connues les marchés financiers depuis août 2007, casser ou tordre le thermomètre comptable n'aurait guère d'effet thérapeutique sur l'état du malade et rendrait d'autant plus difficile le travail des médecins.

Notes

1. Cf. www.bruegel.org
2. *Charlie McCreedy, témoignage devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 1^{er} avril 2008.*
3. *Voir par exemple Paul De Grauwe, « Act now to stop the markets' vicious circle », Financial Times, 20 mars 2008.*
4. *Voir par exemple Yves de Kerdrel, « Les marchés contre la démocratie », 18 mars 2008 ; Jennifer Hughes et Gilian Tett, « An unforgiving eye : Bankers cry foul over fair value accounting », Financial Times, 14 mars 2008.*
5. *Ces principes ne sont eux-mêmes pas entièrement concordants et les priorités respectives qui leur sont accordées dans la normalisation comptable dépendent des équilibres inhérents à l'économie politique dans laquelle cette normalisation a lieu. Pour une analyse plus approfondie, voir Nicolas Véron, Matthieu Auret et Alfred Galichon, L'information financière en crise : comptabilité et capitalisme, Odile Jacob, 2004.*
6. *Warren Buffett, Lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway Inc., incluse dans le rapport annuel de Berkshire Hathaway pour l'exercice 2003.*
7. *LEFRAG est un organisme privé consulté par la Commission européenne pour ses décisions d'adoption des normes IFRS.*
8. *Carsten Zielke, Michael Starkie et Thomas Seeberg, « Reporting move could break the writedown spiral », Financial Times, 3 avril 2008.*
9. *Le président de l'EFRAG et celui du groupe d'expertise technique ont, du reste, manifesté publiquement leur distance vis-à-vis de cette proposition : Göran Tidström et*

Stig Enevoldsen, « No view formed on the credit crunch », *Financial Times*, 14 avril 2008.

10. Voir « *The credit crunch : Mark it and weep* », *The Economist*, 8 mars 2008.

11. David Tweedie, « Simple solution clearly needed in a complex world », *Financial Times*, 20 mars 2008 ; voir aussi Philippe Danjou et Gilbert Gélard, « Crise du "subprime" : la juste valeur n'est pas coupable », *Les Échos*, 19 février 2008.

12. Voir par exemple Sarah Johnson, « SEC Wants Firms to Explain Fair-Value Choices », *CFO.com*, 31 mars 2008.

13. *Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 avril 2008 ; disponible sur www.fsforum.org

14. ESCB Banking Supervision Committee, « Assessment of

accounting standards from a financial stability perspective », *Banque centrale européenne*, décembre 2006.

15. Une proposition en ce sens est formulée dans Nicolas Véron, *The Global Accounting Experiment, Bruegel Blueprint series*, avril 2007.

16. Voir Claudio Borio et Kostas Tsatsaronis, « Accounting, Prudential Regulation and Financial Stability : Elements of a Synthesis », Document de travail (Working Paper) n° 180 de la Banque des règlements internationaux, septembre 2005 ; et l'étude éclairante réalisée pour le FSF par le « Senior Supervisors Group » qui rassemble huit autorités de contrôle européennes et américaines, *Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures*, 11 avril 2008, disponible sur www.newyorkfed.org

17. Voir par exemple Olivier Le Marois, « How to detect hedge funds tricking investors », *Financial Times*, 1^{er} avril 2008.