Les normes comptables et le monde post-Enron

Rapports

Jacques Mistral

Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi

Commentaires

Élie Cohen

Dominique Plihon

Compléments

Manuel Plisson, Côme Segretain et Nicolas Véron

Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique
par Christine Carl

© La Documentation française. Paris, 2003 - ISBN : 2-11-005453-0

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

Sommaire

Introduction 5
Christian de Boissieu

RAPPORTS

Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise
Remarques sur la réforme comptable et la qualité de l'information financière 7
Jacques Mistral

Introduction 7
1. La comptabilité dans la tourmente 8
1.1. « Rendre compte » dans une économie moderne 9
1.2. Les enseignements d'Enron 10
1.3. La gestion du résultat 12
1.4. La défaillance des gardiens 16
2. Concurrence ou convergence des systèmes comptables ? 17
2.1. Principales différences entre US GAAP et IFRS 20
2.2. Deux philosophies irréconciliables ? 22
2.3. Impact de la loi Sarbanes-Oxley 27
3. L'IASB, un pouvoir sans contre-pouvoirs ? 29
3.1. Objectifs et méthodes de travail 29
3.2. La *full fair value*, une rigueur déplacée ? 30
3.3. La révolte des banques 33
3.4. Les spécificités du secteur de l'assurance 35
3.5. Rigueur, pertinence, gouvernance 36
4. De nouveaux horizons 38
4.1. La mesure des actifs intangibles 39
4.2. L'information extra-comptable 40
4.3. Une nouvelle technologie au service de la communication financière 43

Normes comptables et régulation de la filière du chiffre 57
Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi

Les éléments constitutifs d'un espace financier 57

1. La transparence de l'information financière, une problématique 60
1.1. Pourquoi se préoccuper de la transparence de l'information ? .. 61
1.2. En quoi le problème est-il plus complexe ? 62
1.3. La transparence de l'information dans le monde après Enron ... 64

2. La filière du chiffre 65
2.1. Définition traditionnelle de l'industrie du chiffre 65
2.2. La filière du chiffre 67

3. La structuration de l'espace financier européen par le chiffre ... 75
3.1. L'effet d'entraînement de la filière du chiffre 75
3.2. Limites actuelles de la régulation 82
3.3. Quelle normalisation comptable ? 94

4. Axes d'une réforme et principales recommandations 97
4.1. Problématique 97
4.2. Recommandations 99

COMMENTAIRES

Élie Cohen 107

Dominique Plihon 115

COMPLÉMENTS

A. Normalisation comptable internationale : une gouvernance en devenir 123
Nicolas Véron

B. Langues comptables et filière du chiffre 133
Manuel Plisson et Côme Segretain

RÉSUMÉ 141

SUMMARY 151

Introduction

Les normes comptables utilisées par tous les opérateurs économiques (les entreprises, mais aussi les institutions financières, les États et autres collectivités publiques…) doivent être bien sûr fixées par les experts. Mais, aujourd'hui, elles concernent tout le monde. Pourquoi ? Parce que l'économie mondiale traverse depuis trois ans une crise de confiance, dont l'une des composantes centrales est justement la défiance des marchés, des investisseurs, de l'opinion publique en général vis-à-vis des comptes des entreprises. L'affaire Enron laisse des traces d'autant plus durables qu'elle a été suivie d'autres « chocs » relevant de la même veine, aux États-Unis (Worldcom…) mais aussi en Europe (Ahold, etc.). Renouer le fil de la confiance dans les comptes, améliorer la transparence de l'information comptable et financière, éliminer les biais dans l'information financière et son interprétation (ce qui est indispensable pour une meilleure transparence) en supprimant certains conflits d'intérêts, voilà quelques uns des défis dans le monde post-Enron. Il y va de l'efficacité et de la crédibilité de l'économie de marché, mais aussi, à travers des critères éthiques à réhabiliter, de sa légitimité dans un contexte où le capitalisme n'est plus vraiment menacé de l'extérieur depuis la chute du Mur de Berlin.

Les deux rapports rassemblés ici partent d'un fait incontournable : comme l'économie, la comptabilité n'est pas une science exacte. Elle repose sur des conventions touchant aux méthodes de valorisation, au périmètre de consolidation, etc. Le défi consiste donc à mettre en place un système de conventions qui se rapproche le plus d'une réalité économique toujours difficile à cerner et qui serve le mieux l'exigence de transparence. Ceci dit, dans les débats actuels, on rencontre très rapidement des arbitrages délicats : cette exigence de transparence ne risque-t-elle pas, à partir d'un certain seuil, d'accroître la volatilité des résultats et des marchés, dans un monde déjà marqué par une forte instabilité financière ? Une interrogation qui traverse nombre de thèmes : les avantages et les inconvénients de la « *fair value* », la fréquence optimale des résultats des entreprises (trimestrielle ? semestrielle ?...), mais aussi les rapprochements entre les normes comptables américaines (US GAAP) et les normes IAS/IFRS devenues la référence pour l'Europe. Car la comptabilité s'est très logiquement invitée au débat sur la globalisation, au point de figurer en bonne place aux réunions du G7 (ministres des Finances) et même d'être évoquée dans les documents

de cadrage du sommet du G8 (chefs d'État et de gouvernement). On a sans doute eu tendance, dans les discussions récentes, à exagérer les divergences entre les normes américaines et les normes IAS/IFRS. Il faut cependant viser à plus de convergence et de cohérence entre elles. Mais ce processus aux implications politiques fortes prendra du temps. En attendant, les Européens auraient intérêt à négocier avec leurs homologues américains la reconnaissance mutuelle des normes comptables (chaque partie acceptant, sous condition de réciprocité, les usages comptables de l'autre). Mais même cette solution d'attente paraît difficile à réaliser.

La comptabilité est confrontée à des défis comparables, qu'elle soit privée, publique ou nationale. Et chacun peut y aller de son expérience ou de son anecdote pour rappeler que la tentation de la « créativité comptable » n'a pas été, ces dernières années, le monopole de quelques entreprises privées… En tirant le fil de l'approche comptable, on débouche nécessairement sur la plupart des sujets post-Enron : amélioration du gouvernement d'entreprise *(corporate governance),* atténuation des conflits d'intérêts par séparation de métiers trop imbriqués (l'audit et le conseil, l'analyse financière et l'activité de banque d'investissement…), etc. En passant du diagnostic aux recommandations, comme le font, dans la tradition du CAE, les deux rapports joints, la palette s'élargit encore puisqu'elle touche à des équilibres essentiels à trouver ou à respecter entre la « reréglementation » et l'autorégulation, entre les contraintes réglementaires et le renforcement de l'éthique des affaires, comme elle concerne aussi les futures étapes de l'intégration financière européenne.

Ces rapports, dont Laurence Bloch a assuré le suivi au sein de la cellule permanente du CAE, ont été discutés en séance plénière du Conseil le 27 mars 2003 puis le 5 mai 2003 en présence du Premier ministre. Ils sont commentés par Élie Cohen et Dominique Plihon.

Christian de Boissieu
Président délégué du Conseil d'analyse économique

Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise

Remarques sur la réforme comptable et la qualité de l'information financière(*)

Jacques Mistral

Ministre Conseiller financier à l'Ambassade de France à Washington

Introduction

La comptabilité est le langage de la vie économique. La confiance des utilisateurs provient de la pertinence de ses principes, de la précision de ses définitions, de la qualité de leur mise en œuvre. La rigueur de l'expertise comptable et l'exercice de leurs responsabilités par un ensemble de « gardiens » sont traditionnellement les deux piliers du système comptable.

Mais ce langage a un usage bien particulier, il s'applique à la circulation des capitaux. La comptabilité est donc inévitablement au centre de conflits

(*) Le contenu de ce rapport n'exprime que des vues personnelles et n'engage ni le Conseil d'analyse économique, ni la Direction du Trésor.

J'ai bénéficié pour la rédaction de ce rapport de nombreux entretiens et de commentaires précieux ; je voudrais tout particulièrement remercier O. Azières, associé de Deloitte Touche Tomatsu, A. Bracchi, Président du CNC, Ph. Bordenave, Directeur financier de BNP-Paribas, Ph. Crouzet, Directeur financier de Saint Gobain, G. Dantheny, associé de PriceWaterhouse, R. Eccles, Professeur à Harvard Business School, G. de la Martinière, Directeur général d'AXA, P. de Lauzun, Directeur général de la FBF, R. Litan, Director of Economic Studies at Brookings, M. Prada, ancien Président de la COB, Ph. Trainar, Directeur de études à la FFSA, P. Wallison, Resident Fellow at the AEI ainsi que mes collègues de la Direction du Trésor, en particulier J. Haas, Sous-directeur. Je remercie également M. Aglietta, Professeur à l'Université Paris X, É. Cohen, Directeur de recherche au CNRS et D. Plihon, Professeur à l'Université Paris XIII ainsi que Ph. Bordenave, M. Prada et O. Azières pour leurs remarques sur la version préliminaire de ce texte. Je reste naturellement seul responsable de son contenu.

d'intérêts ; elle est un enjeu de pouvoir. La tentation de la manipulation a toujours existé, les scandales récents en ont montré l'ampleur au tournant du siècle. Le doute est aujourd'hui jeté sur la qualité de l'information financière.

L'heure de la réforme a donc sonné. Il faut d'abord tourner la page des malversations : « plus jamais ça » demande le dentiste de Denver – équivalent américain de la veuve de Carpentras. Mais l'enjeu est bien plus important. Les conventions comptables ont avancé avec trop de lenteur, elles sont en décalage par rapport aux besoins d'une économie que l'innovation et la globalisation ont changé en profondeur.

En fait, ces efforts sont engagés depuis des années, de part et d'autre de l'Atlantique. Mais ce qui aurait pu rester un travail d'experts – qui, en dehors des professionnels, entend parler de l'harmonisation des normes de télécommunications ? – a été mis sur la place publique ; si le débat sur la « juste valeur » (*fair value*) ne fait pas les manchettes des journaux, il a tout de même atteint un niveau de notoriété étonnant compte tenu de son extraordinaire technicité.

Ce rapport – joint à celui, plus large, consacré à « l'industrie du chiffre » – vient donc à son heure : il cherche à comprendre comment l'information financière a pu être dévoyée comme elle l'a été, à présenter les grands chantiers des réformes en cours et à formuler quelques propositions pour que l'Europe contribue le plus utilement possible à l'édification du langage international en gestation.

Le rapport a quatre parties. Il commence par faire le partage entre ce qui relève de la comptabilité et ce qui relève des autres acteurs dans les scandales récents ; il présente ensuite les grandes réformes en cours en se concentrant sur la relation entre les deux chantiers principaux – aux États-Unis et à l'échelle « internationale » ; il discute alors plus précisément ce que propose l'IASB – l'organe auquel l'Union européenne a confié ses intérêts – dont le projet, arrivant à maturité, anime depuis plusieurs mois un vif débat ; il explore enfin les nouveaux horizons de la communication financière, l'information extra-comptable et l'utilisation d'Internet.

1. La comptabilité dans la tourmente

Les scandales financiers qui se sont succédés aux États-Unis après la débâcle d'Enron ont mis sur la sellette les systèmes comptables. La comptabilité n'est jamais passée pour être une discipline joyeuse, mais elle avait la réputation d'être sérieuse. C'est peu dire que cette image a été écornée.

Évidemment, les défaillances comptables que l'on a observées – le gonflement des profits, la surévaluation des actifs et le camouflage des dettes

pour l'essentiel – ne se sont pas produites dans le vide : elles ont été à la fois le reflet et l'instrument d'un gouvernement d'entreprise déréglé.

Nous nous attachons dans cette première partie à faire le partage entre les problèmes de nature proprement comptable, ceux apparus dans la sphère plus large de l'information financière et enfin ce qui relève du jeu d'autres instances, d'autres acteurs : cette analyse est un préalable à tout projet de réformes.

1.1. « Rendre compte » dans une économie moderne

L'information est au cœur de la finance d'aujourd'hui : face à un avenir incertain, prêteurs et investisseurs ont le besoin impératif d'évaluer la sécurité de leurs prêts ou la qualité de leurs investissements. Une fois le prêt ou l'investissement réalisé, il reste à vérifier que les ressources engagées le sont conformément aux plans et que les promesses de remboursement ou de rendement seront tenues.

L'information financière est la clé des relations entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, banques et marchés. Les évolutions économiques du dernier quart de siècle ont sorti la comptabilité de l'existence obscure où la reléguaient ses fonctions anciennes principalement réglementaires et fiscales. Loin d'être une doctrine figée, la comptabilité fait face, au tournant du siècle, à trois défis :

• dès lors qu'elle devient l'instrument de communication principal sur l'activité et les performances présentes – et futures – de l'entreprise, la comptabilité doit d'abord pouvoir, plus que dans le passé, être rapprochée des indicateurs de gestion, extra-comptables et à périodicité plus courte, qui servent directement à mesurer l'activité, les résultats et leurs perspectives ;

• l'innovation technologique, en second lieu, bouleverse les conditions réelles et financières de l'activité, de nouvelles pratiques de développement dont il faut savoir définir le traitement comptable approprié (stock-options, fonds de pension) ; dans certains cas, les concepts anciens sont mal adaptés pour retracer évènements de la vie de l'entreprise (fusions, *goodwill*) tandis que les éléments « immatériels » prennent une place croissante dans la vie de l'entreprise en restant mal quantifiés ;

• l'existence de marchés de capitaux en voie de globalisation met en question l'existence des systèmes comptables nationaux ; la transposition de données comptables d'un système dans un autre est coûteuse ; la comparaison de ces systèmes invite à s'interroger sur leurs qualités et défauts respectifs et met à l'ordre du jour la question d'un standard comptable international.

Ces évolutions ont ouvert un champ de questions auxquelles les instruments traditionnels de communication financière n'étaient pas toujours en

mesure de répondre avec exactitude. Même si le reproche est parfois formulé de manière toujours excessive, on ne peut contester qu'il y ait eu, aux États-Unis en particulier, un décalage croissant entre la réalité de l'entreprise et celle des comptes chargés d'en traduire le contenu. C'est ce décalage par rapport à la réalité économique qui a constitué le terreau des comportements fautifs ou délictueux des directions financières dans les scandales récents (Enron, Worldcom…). Il est intéressant de bien comprendre cet ébranlement des conventions comptables en distinguant l'aspect pathologique et les forces sous-jacentes.

1.2. Les enseignements d'Enron

La faillite d'Enron a soulevé de sérieuses interrogations sur le système comptable, à la fois sous l'angle des normes, de leur mise en œuvre et de leur supervision ; les scandales suivants – en particulier celui de Worldcom – ont fini par jeter un doute profond sur la qualité de l'information financière. Comment pourrait-il en être autrement puisque des entreprises portées au pinacle sur la base de l'information régulièrement communiquée au marché ont brutalement fait faillite ? Il faut donc d'abord examiner comment les comptes ont déraillé.

Rien de plus simple apparemment qu'un compte d'exploitation – d'un côté les recettes, de l'autre les charges – et peu de difficultés pour comprendre un bilan – à gauche l'actif, à droite le passif. En fait, même les concepts apparemment les plus simples – le chiffre d'affaires, l'endettement – ne traduisent pas des réalités « objectives ». Les conventions nécessaires pour « passer » ces écritures sont extraordinairement nombreuses et complexes. La comptabilité est un langage et sa formalisation fige une représentation du monde ; tout s'est passé, dans la décennie quatre-vingt-dix, comme s'il fallait décrire un monde qui change sans que le vocabulaire se soit enrichi de termes comme Internet, Portable ou Sida.

On peut distinguer quatre grandes failles dans lesquelles se sont engouffrés des managers indélicats (on peut se référer à l'annexe 2 pour une analyse plus concrète des montages élaborés par Enron) :

• l'évaluation du revenu et des charges : Worldcom est coupable de fraude monumentale pour avoir dégagé des profits inexistants ; l'origine comptable de la manipulation tient à ce que des dépenses liées à l'acquisition de nouveaux clients ont été traitées comme des investissements. Absurde, au moins en apparence. En fait, indépendamment de ce cas où la tromperie est manifeste, cette pratique soulève une vraie question identifiée et traitée de longue date en comptabilité d'assurance. La question a pris une ampleur nouvelle lorsqu'il a fallu affecter les charges engagées par des firmes Internet pour la constitution d'un portefeuille de clients qui fera partie, si l'entreprise réussit, de ses actifs. Investissement ou charge d'exploitation ? Pour répondre, il faut connaître le futur, le succès de l'entreprise ; si celui-ci se con-

firme, le fait d'avoir porté initialement en charges l'acquisition des clients constitue une traduction trompeuse dont la contrepartie sera des flux de *cash flow* très importants dans la période ultérieure ; dans cet exemple, l'information donnée au marché, bien qu'inspirée par la prudence, se révèlera *a posteriori* tout aussi trompeuse. Sans élaborer plus à ce stade *(cf.* 4e partie) on notera que, dans une économie où les « actifs intangibles » comme celui qu'on vient de prendre pour exemple jouent un rôle croissant, les concepts traditionnels de revenu et de profit sont entourés d'incertitude ;

• la réévaluation du bilan : c'est l'un des sujets les plus difficiles. Évaluer les actifs à leur coût historique, comme on le faisait traditionnellement, constitue une référence apparemment objective mais objectivement trompeuse. Qu'il s'agisse d'un bien matériel ou d'un titre financier, l'idée de « mieux » mesurer la contribution de cet actif à la richesse de l'entreprise s'impose assez naturellement. C'est ce que l'on appelle la *« fair value »*, laquelle sera d'autant plus correctement mesurée qu'il existe un marché profond et pas trop volatile auquel on puisse se référer pour procéder à cette évaluation. Mais ce n'est pas le cas général, la juste évaluation d'actifs peu liquides soulève de redoutables obstacles *(cf.* infra) et c'est elle qui peut grossièrement induire en erreur. C'est en inventant des transactions fictives avec des filiales cachées et en prenant ces transactions comme étalon de la « juste valeur » qu'Enron est parvenu à gonfler la valeur de certains de ses actifs peu productifs ;

• les engagements hors bilan : c'est un sujet plus classique qui a également été mis en pleine lumière par la débâcle d'Enron parce que l'utilisation par cette entreprise de véhicules dénommés : « *Special purpose entities* » a été frauduleuse. *A priori*, la réponse est simple : si une société porte une dette, il faut qu'elle figure au bilan. Encore faut-il que les comptables puissent interpréter de manière cohérente les implications financières des transactions concernées. Au-delà du respect ou non des règles édictées par la SEC, le sujet est exceptionnellement complexe parce que l'on regroupe sous ce vocable une infinie diversité d'arrangements financiers répondant à une grande variété de besoins, faisant appel à des produits fortement structurés, très difficiles à interpréter et dont il est impossible de fixer la description dans un modèle unique réglant sans ambiguïté la question de la consolidation de tels engagements ;

• la divulgation d'informations matérielles : les principes comptables exigent aussi la communication par le management des informations matérielles requises pour l'interprétation des chiffres. Enron est devenu célèbre pour l'opacité des commentaires par lesquels l'entreprise s'acquittait formellement de cette obligation ; quelques notes de bas de page ont servi à masquer les transactions par lesquelles l'entreprise procédait à l'habillage de son bilan.

Dans les cas les plus notoires que l'on vient d'évoquer, le caractère frauduleux des manipulations est assez manifeste et l'on peut être tenté de conclure que « les principes comptables étaient sains, mais que leur mise en

œuvre (« *enforcemen*t ») a été défaillante »[1]. Avant d'arriver à une conclusion qui pourrait se révéler prématurée, il est intéressant de discuter l'ampleur prise par les manipulations comptables : lorsqu'on en prend une vue d'ensemble, on s'aperçoit qu'il ne s'agit pas d'actes isolés, même nombreux, mais du produit d'une nouvelle stratégie financière.

1.3. La gestion du résultat

Les affaires que l'on a citées ont été les plus systématiquement médiatisées et cette concentration même des médias peut nourrir l'illusion qu'il s'est agi d'un petit nombre de malfaisances financières spectaculaires. C'est vrai, mais la réalité est plus complexe. Une certaine imagination comptable a, en effet, dans la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, couramment utilisé le petit nombre de techniques que l'on vient de décrire pour poursuivre une nouvelle stratégie de communication financière.

Il y a seulement dix ans, la règle du jeu ne soulevait guère d'états d'âme : les sociétés devaient rendre compte de leurs résultats tels qu'ils étaient et non inventer à chaque campagne de comptes un nouvel indicateur comme le célèbre EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) ; les investisseurs accordaient leur confiance à des analystes dont les recommandations consistaient, suivant les cas, à acheter ou à vendre ; les analystes de toutes sortes – plus humbles et moins payés que les vedettes de la fin de la décennie – avaient pour mission d'interpréter les chiffres, pas de vendre des concepts apparemment sérieux comme « nouvelle économie ».

Il y a beaucoup d'hypothèses derrière ce schéma sur lequel les marchés ont vécu un demi siècle. Il faut en particulier supposer que le « résultat » tel que décrit par les comptes traduit la réalité intime de l'entreprise et, hypothèse plus restrictive encore, qu'il constitue un prédicteur utile des résultats futurs et donc de la valeur du titre. Cette hypothèse est audacieuse, ce qui remet à sa place la tentation fréquente de disposer d'un chiffre unique – fut-il EBITDA ou « *core profits* » – pour rendre compte du passé et éclairer l'avenir.

Ce qui est frappant dans l'histoire financière de la décennie quatre-vingt-dix, c'est que l'on n'ait pas cherché plus activement à développer des outils mieux adaptés pour répondre à ces besoins, et ce malgré les mises en garde et les propositions. Ce que l'on a vu à l'œuvre, ce sont les mêmes outils mais inscrits dans une chaîne inversée : dans la culture financière des années quatre-vingt-dix, le management a pour objectif la maximisation de la valeur du titre, l'amélioration du résultat en marque les étapes année après année,

(1) C'est la conclusion de Litan et *alii* (2003).

le résultat publié doit être en ligne avec le résultat anticipé et annoncé (voir Eccles et Herz, 2001).

Cette séquence est aujourd'hui disqualifiée par les excès auxquels elle a conduit ; mais elle n'est pas absurde puisqu'on peut y voir une sorte de principe de maximisation du profit cher à l'économiste. En tout cas, elle constitue, au moins en apparence, l'application d'un principe élémentaire dans lequel le management a des comptes à rendre à l'actionnaire. L'époque aurait donc pu être, comme on le dit couramment, celle d'un « capitalisme *actionnarial* » (ou financier) succédant au « capitalisme *managerial* » des décennies antérieures, mais la réalité n'est pas non plus celle là.

Le système managérial avait permis pendant des années au management de traiter les actionnaires comme l'une des parties prenantes à la vie de l'entreprise, dont les intérêts devaient être pris en compte mais pesés par rapport aux autres, pas plus. Les OPA hostiles ont marqué la fin de cette époque ce qui a conduit les dirigeants à être beaucoup plus sensibles que par le passé à leur cours de bourse : il n'y avait qu'un pas à franchir pour y voir un capitalisme désormais soumis aux intérêts de l'actionnaire.

En fait, un autre changement, celui du mode de rémunération des dirigeants – plus systématiquement fondé sur l'octroi d'options – est apparu moins notoire sur le moment, mais il allait exercer des conséquences encore plus profondes, au moins quant au sujet qui retient ici notre attention. Le problème d'agence que l'on croyait avoir résolu en associant plus directement l'intérêt du management et celui de l'actionnaire allait en effet dans certains cas se retourner contre ce dernier (Hall et Murphy, 2002). Les gigantesques transferts de ressources que l'on a observés dans certains cas au détriment des actionnaires reflètent l'attrait personnel du management pour le parcours du titre et la manipulation du résultat. Le nouveau paradigme, supposé rendre le management plus responsable vis-à-vis du marché, risquait ainsi de se voir dévoyé (Arye et *alii*, 2002).

En tout état de cause, l'arrêté des comptes a été intégré dans cette stratégie où, en matière de communication financière, le mythique (et insoutenable) ROE de 15 % jouait le rôle vedette et la croissance du résultat celui de témoin, les nouvelles règles du jeu consistant dans ce contexte à :

- gérer les anticipations de résultat ;
- prendre les mesures opérationnelles appropriées ;
- battre légèrement le résultat anticipé.

Les deux premières rubriques ont suffi à beaucoup d'entreprises pour atteindre l'ensemble des objectifs. D'abord parce qu'elles étaient mieux gérées que d'autres, mais aussi parce que leur stratégie de croissance (interne et externe) était plus convaincante ou parce qu'elles étaient en mesure d'extraire du résultat là où des années de facilité avaient « laissé s'ac-

cumuler du gras »[2]. Le problème n'est donc pas là, il vient de l'application de ces mêmes principes à celles des entreprises qui, pour participer au jeu sans en avoir le ressort, ont été poussées dans la voie des manipulations comptables.

Ces jeux comptables étaient bien identifiés avant même le déclenchement des scandales récents, les techniques auxquelles avait recours le management étant pour l'essentiel :

- l'anticipation – ou le report – du chiffre d'affaires ;
- la détermination de « charges exceptionnelles » (propres à faciliter des résultats flatteurs à l'avenir) ;
- la gestion des provisions et des réserves *(« cookie jars »)* pour faciliter la régularisation des résultats futurs ;
- l'exploitation des opérations de fusion-acquisition au service des méthodes précédentes.

Dans sa célèbre lettre annuelle aux actionnaires, Warren Buffett avait, parmi d'autres, dès 1998, dénoncé ces travers et soutenu les initiatives de l'époque pour que les sociétés cotées « rendent compte de la réalité » à leurs actionnaires en qualifiant cette ambition d' « herculéenne » parce que « beaucoup de CEOs considèrent ces manipulations non seulement comme convenables mais même comme un devoir »[3].

On peut juger, rétrospectivement, de l'ampleur du phénomène en examinant les cas de retraitement des comptes durant cette période, ce qu'a fait une étude détaillée du Government Accounting Office (2002) pour la période 1997-2001. Le nombre des retraitements représente certes une fraction minime du nombre des sociétés cotées mais il a fortement progressé dans la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, de 92 en 1997 à 225 en 2001. Annuellement, le pourcentage des sociétés concernées a augmenté de moins de 1 % en 1997 à près de 3 % en 2002 ; au total, 10 % de toutes les sociétés cotées ont procédé au moins une fois à des retraitements. Ceux-ci ont porté sur le revenu (38 % des 919 cas recensés), les charges ou les actifs. L'impact à la hausse de ces jeux comptables sur les cours de bourse est évidemment difficile à mesurer ; il est intéressant de relever en sens inverse que le lendemain des annonces de retraitement, le titre des sociétés concernées a, en moyenne, baissé de 10 %. Sans nul doute, les manipulations antérieures avaient aidé l'envol des cours. Mais comment tout cela a-t-il pu se développer sans réaction ?

(2) On comprend d'ailleurs pourquoi le fait de ne pas pouvoir atteindre la « prévision » du résultat, même pour un montant minime, pouvait être sanctionné par un recul brutal du titre ; en fait, la « prévision » n'en est pas une, et le fait de l'atteindre (ou pas) est une information binaire, l'indication qu'il reste (ou pas) au management des marges de manœuvre pour l'avenir.

(3) Lettre aux actionnaires consultable sur le site www.berksrhirehattaway.com

1. Les stock-options, charges d'exploitation ou pas ?

Le développement des stock-options comme nouvelle méthode de rémunération des dirigeants, du management (voir d'une large partie du personnel) a constitué une innovation majeure de la décennie quatre-vingt-dix dont on a analysé les conséquences inintentionnelles dans le corps du texte. Les excès observés aux États-Unis, où nombre de dirigeants ont pu lever des fortunes peu avant que les actionnaires soient ruinés est depuis deux ans l'un des scandales les plus négativement ressentis par l'opinion publique. Comment bien traduire l'impact des stock-options sur la valeur de la firme et la situation des actionnaires reste aujourd'hui l'un des sujets comptables les plus intensément débattues.

Le FASB a proposé dès 1993 de traiter les stock-options en charge d'exploitation, comme une rémunération mesurée par sa *fair value* (l'alternative étant la « valeur intrinsèque » de l'option soit l'écart entre le prix d'exercice et la valeur de marché à la date d'octroi de l'option). Cette proposition n'a jamais abouti après s'être heurtée à un tir de barrage organisé en particulier par les industries de haute technologie qui sont parvenues à mobiliser le Congrès contre les projets de la SEC (à l'époque présidée par Arthur Levitt). Les arguments contre le traitement des stock-options en charge d'exploitation alors mis en avant sont principalement que ce serait un obstacle au dynamisme des firmes innovantes, deuxièmement qu'il n'existe pas de méthode consensuelle de mesure de la valeur de ces options, troisièmement que cela ajouterait un élément de volatilité artificiel dans le compte d'exploitation.

Les scandales financiers récents ont clairement apporté un soutien important à la thèse des comptables et le traitement des options en charge a aujourd'hui le vent en poupe. L'IASB a publié en novembre 2002 une version préliminaire soumise à discussion qui pourrait aboutir dès 2004. C'est un sujet sur lequel le FASB pourrait s'aligner sur la norme IASB et ce serait ainsi l'un des éléments phare du programme de convergence décrit plus loin (3e partie). On note au surplus aux États-Unis un mouvement spontané d'adhésion à ce principe par un certain nombre de grandes entreprises. On a noté à ce propos que, pour un échantillon de firmes du S&P (68 sur 500), ce traitement comptable représenterait de l'ordre de 15 % de leur résultat. Il est intéressant enfin d'observer que ce mouvement concerne celles des entreprises qui utilisent de manière restreinte la technique des stock-options en particulier parce qu'elles sont dans les secteurs traditionnels.

Malgré ce consensus d'experts, le débat va resurgir, il a été déjà réamorcé par Craig Barrett, CEO d'Intel, les firmes de haute technologie ne sont pas prêtes à rendre les armes. La ligne de défense analytique concerne les méthodes d'évaluation : en matière de stock-options, il y a des singularités qui ne permettent pas de recourir avec certitude aux méthodes usuelles dans d'autres cas : ces options n'impliquent pas de sortie de cash et elles n'ont pas de prix de marché puisqu'elles ne peuvent être vendues. Or, le seul instrument disponible, le modèle de Black et Scholes, s'applique à des instruments de marché, ce qui rend les calculs peu fiables et créé une grande marge d'incertitudes : celles-ci peuvent aller du simple ou double suivant la façon d'ajuster les hypothèses du

modèle de Black et Scholes et les opposants à cette orientation ont beau jeu de souligner qu'on est ainsi au-delà de la marge de tolérance habituelle dans l'exercice de la profession comptable, ce qui rendra difficile la certification des comptes par les auditeurs et par les CEO's comme le demande la loi Sarbanes-Oxley.

Sur ce sujet, finalement, on peut souligner la supériorité d'une méthode usuelle en « French GAAP ». Fondamentalement en effet, les stock-options n'ont rien à voir avec une charge de l'exercice, ils constituent une opération de bilan et c'est de là qu'il faut partir. La situation transparente est celle dans laquelle l'attribution d'options est autorisée en assemblée générale – parce que le contenu et les modalités du plan proposé par le management sont jugés conformes à l'intérêt général des actionnaires – et prendra la forme, le moment venu, de création d'actions nouvelles (plans de souscription). Il n'y a dans ce cas de figure aucune difficulté majeure sur la question des charges d'exploitation (traitée par la valeur intrinsèque) et l'information pertinente peut être donnée chaque année à l'actionnaire sous la forme du résultat dilué de l'entreprise (c'est-à-dire dans l'hypothèse où l'intégralité des plans d'options serait levée).

1.4. La défaillance des gardiens

Enron est un cas unique : transformer une collection hétéroclite d'investissements lourds dans l'énergie en star de la nouvelle économie et en vedette de la bourse n'est pas à la portée du premier venu ! De là découle la théorie suivant laquelle quelques malversations financières significatives ne seraient que le produit d'un petit nombre de « fruits pourris ». C'est plutôt, comme on vient de le voir, le symptôme extrême d'une défaillance systémique ; les Conseils d'administration ont été les premiers accusés.

Au terme d'une enquête poussée, le Sénat des États-Unis a mis en cause de manière grave et détaillée le Conseil d'Enron (US Senate, 2002). Le rapport a établi que le Conseil avait connaissance des pratiques comptables agressives de l'entreprise (ce qui est qualifié de « *high risk accounting* ») et il est en particulier blâmé pour le laxisme avec lequel il a traité les rémunérations des dirigeants. Le rapport recommande en conséquence une discipline plus stricte dans la composition des Conseils (ce qui est à l'origine des dispositions de la loi Sarbanes-Oxley prévoyant la participation de personnes compétentes en matière comptable). Les juristes ayant en charge les intérêts de membres de ce Conseil ont protesté en notant en particulier que les comptes soumis par leur Conseil avaient été approuvés par les auditeurs, en l'occurrence Arthur Andersen comme on le sait.

Suivant la caractérisation même de la SEC, les auditeurs ont la mission, confiée par la loi fédérale, d'être les gardiens *(« gatekeepers »)* du marché. La multiplication des retraitements comptables *(cf.* supra) est un premier indice de la moindre qualité de la surveillance dans la période récente. Un autre tient au fait que tous les intervenants entourant la vie du titre (par

exemple les analystes) ont participé à sa défense jusqu'au dernier moment. Il faut se demander ce qui explique cette défaillance à la fin de la décennie quatre-vingt-dix (Coffee, 2003).

Les firmes d'audit sont des entreprises qui mettent à la disposition de leurs utilisateurs une ressource particulière, leur capital réputationnel. Pour un auditeur, valider la pratique qualifiée plus haut de « comptabilité à haut risque », c'est mettre en péril sa réputation. D'où est venu un comportement moins vigilant à cet égard ? On peut trouver deux facteurs allant dans ce sens. Premièrement, on note un recul de la supervision que l'on retrouvera dans les dispositions de la loi Sarbanes-Oxley. On a pu établir que la SEC avait régulièrement mis en cause des membres des cinq grands cabinets d'audit dans la décennie quatre-vingt mais que ces actions s'étaient raréfiées pendant la décennie suivante (une seule ayant été alors menée, déjà contre Arthur Andersen). Cette tendance réduit les risques – et donc les coûts– liés à l'effritement du capital réputationnel. D'un autre coté, les firmes d'audit ont considérablement diversifié les affaires menées au service de leurs clients. Et cela change la relation. Dans la situation antérieure, il est coûteux pour l'entreprise de se séparer d'un auditeur qui manquerait de flexibilité en matière comptable. Dans le régime des années quatre-vingt-dix, au contraire, c'est l'auditeur qui résiste plus difficilement à une pression de son client à qui il est aisé de mettre fin à des contrats lucratifs ; l'auditeur se trouve dans la main d'un management dont on a caractérisé les motivations plus haut.

Au total, et en nous limitant ici strictement aux aspects comptabilité-audit, les scandales financiers récents ont mis en lumière des défaillances significatives du système comptable, non seulement dans sa manipulation (par le management), dans son utilisation (par exemple par les analystes) ou dans la supervision (par la SEC) ; ces défaillances sont au centre même du système, puisqu'il s'agit de normes mal adaptées et d'un contrôle trop laxiste. Sur quoi fonder la réforme comptable qui s'impose ? Comment assurer la qualité de l'information produite ? Deux grands chantiers sont aujourd'hui ouverts, l'un aux États-Unis, l'autre à l'échelle « internationale » mais portant les couleurs de l'Europe, ce sont ces projets que nous discutons maintenant.

2. Concurrence ou convergence des systèmes comptables ?

La comptabilité constituant une infrastructure vitale du développement d'une économie capitaliste, il n'est pas surprenant que les principes adoptés dans les différentes économies reflètent dans une large mesure l'opposition traditionnelle entre capitalisme « rhénan » – ou la normalisation est encadrée par l'État – et capitalisme « anglo-saxon » qui laisse plus de place à l'autorégulation : il n'existe par exemple pas aux États-Unis comme au

Royaume-Uni, de procédure d'homologation publique des normes comptables comme c'est au contraire le cas en France ou en Allemagne. Le fondement de ces systèmes est également différent et l'on peut :

• soit établir un certain nombre de « principes » : c'est le cas en Europe, y compris au Royaume-Uni, où les auditeurs, au nom de ces principes, peuvent inviter l'entreprise à corriger ses évaluations comptables ; les manipulations de l'actif mentionnées plus haut pour Enron n'auraient pas été acceptées par un commissaire aux comptes français ;

• soit dresser une liste exhaustive de « règles » : c'est le système américain, les US GAAP forment un ouvrage respectable de 140 000 pages, répondant à la plupart des problèmes d'interprétation mais entre lesquelles, l'expérience l'a démontré, un financier créatif trouve toujours la faille.

La scène comptable mondiale, jusque là fragmentée en une mosaïque de réglementations nationales, a été bouleversée dans les années soixante-dix par l'émergence d'un projet de « normes internationales »[4]. Initialement apparu comme un travail d'experts, son influence s'est étendue à la fin de la décennie quatre-vingt-dix au fil d'un jeu diplomatique subtil. À cette date, le prédécesseur de l'IASB (connu à l'époque sous le sigle IASC) ne parvenait pas à faire avancer son projet, suspect aux yeux des Américains, parce que soupçonné de faire la part belle à des influences extra-comptables alors même que beaucoup d'Européens suspectaient les États-Unis de militer en sous main pour faire adopter leur propre système à l'échelle de la planète.

À un moment, même, perdant espoir, l'IASC est allé jusqu'à proposer comme solution l'alignement généralisé des normes comptables mondiales sur les US GAAP. C'est en fait largement l'initiative d'un groupe de régulateurs de marchés – Arthur Levitt pour la SEC, Michel Prada pour la COB, Andrew Sheng pour Hong Kong – qui a permis de sortir la démarche internationale de l'ornière et, sous le patronage de Paul Volcker, a transformé le défaillant IASC en conquérant IASB.

Deux étapes ont marqué le nouveau départ de cette institution. La conférence internationale des régulateurs de valeurs mobilières (IOSCO) s'est engagée à Sydney en avril 2000 à travailler avec l'IASB pour la définition d'un même standard applicable à toutes les sociétés cotées dans le monde. L'Union européenne a adopté en juin 2000 un plan d'action pour les services financiers ouvrant la voie à une reconnaissance, en Europe, des normes en question[5]. Cette orientation, validée par le Conseil des Ministres a été adoptée par le Parlement européen en mars 2002 et rend désormais obligatoire en 2005 l'application de ces normes désormais appelées IFRS.

(4) On trouve une excellente introduction à ce sujet dans Crouzet et Véron (2002).

(5) La procédure de validation fait intervenir un Comité de professionnels, l'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) placé auprès de la Commission à laquelle il adresse un avis sur les propositions de l'IASB. L'Union européenne ensuite adopte ou non les normes qui lui sont soumises sans avoir la possibilité de les amender.

Il y a évidemment une certaine contradiction entre la globalisation rapide des marchés de capitaux et la fragmentation des systèmes nationaux régissant la comptabilité et l'information financière. La prise de conscience de cette contradiction est d'ailleurs bien antérieure aux affaires récentes. Pour les firmes opérant dans différents pays et cotées sur différents marchés, cette disparité de standards est au minimum un coût, au pire une source de confusion dans leur stratégie de communication ; pour les investisseurs, c'est un facteur d'opacité qui handicape les comparaisons et fait obstacle à la mobilité et donc à la bonne allocation du capital. L'idée d'une harmonisation des systèmes comptables a trouvé un terrain fertile en Europe puisque les spécificités nationales y dessinent une vraie mosaïque de systèmes et de marchés ; mais le principal enjeu est évidemment transatlantique.

Il y aurait de toute évidence de nombreux bénéfices à attendre d'un système unique de standards comptables. C'est la perception que confirme une récente enquête de Mac Kinsey (2002) suivant laquelle 90 % des investisseurs institutionnels souhaitent que les sociétés publient leurs comptes dans un système unique ; mais il est aussi intéressant que 78 % des Européens préfèrent dans ce contexte le standard international (IFRS) tandis que 76 % des Américains restent attachés aux US GAAP.

Ce résultat n'est qu'à moitié surprenant si l'on examine la réalité des mouvements de capitaux. Certes, les années récentes ont vu un accroissement très important des flux liés par exemple au développement spectaculaire de certains investissements directs à l'étranger ou aux besoins de financement externe des États-Unis. Malgré tout cela, il est frappant de constater qu'il subsiste un biais très important en faveur de l'investissement domestique. La littérature a permis de recenser les raisons qui justifient cette préférence et elles restent assez fondamentales même au stade aujourd'hui atteint par la « globalisation » ; sans prétendre pondérer ces différents facteurs, on peut citer le risque de change, les coûts de transaction et l'aversion pour le risque, par exemple nourri par la moins bonne connaissance de l'environnement (sans oublier les considérations géostratégiques).

L'hétérogénéité des règles comptables peut être considérée comme un facteur supplémentaire mais il est peu probable que son élimination entraîne dans son sillage l'effacement des autres obstacles à la mobilité des capitaux. L'harmonisation des normes comptables à l'échelle internationale apparaît donc comme un objectif souhaitable mais dont la portée ne doit pas être surestimée.

2.1. Principales différences entre US GAAP et IFRS[6]

La question de la concurrence ou de la convergence des systèmes comptables est posée depuis 18 mois en des termes nouveaux : les US GAAP ont été fortement critiqués aux États-Unis à la suite des scandales récents[7], l'adoption d'un système fondé sur des principes est, depuis, plus favorablement jugé, un rapprochement entre les normalisateurs américain (FASB) et international (IASB) est en cours depuis l'été dernier. Quelle en est la portée ?

La différence philosophique fondamentale entre US GAAP et IFRS donne lieu à d'interminables débats dont on peut résumer ainsi l'essentiel :

• pour les opposants aux standards internationaux, les normes US GAAP doivent leur supériorité au fait que l'IFRS serait moins détaillé, moins rigoureux, plus flexible, qu'il laisserait une trop grande place au jugement et ne fixerait pas des exigences suffisantes en termes de divulgation de l'information. Et de conclure que l'IFRS est d'un niveau de qualité inférieure ;

• à l'inverse, beaucoup d'observateurs reconnaissent désormais la qualité du travail technique fourni par l'IASB, les bénéfices que les nouveaux standards ont su tirer des meilleures pratiques internationales tout en préservant une certaine simplicité du dispositif. Les reproches adressés aux US GAAP portent à l'inverse sur sa complexité, son coût, ses contradictions internes et le danger constant de voir les règles, aussi précises soient-elles, contournées. Il est intéressant de s'arrêter sur ce point.

Une partie de l'imagination financière observée ces dernières années a en effet servi, en particulier aux États-Unis, à créer des transactions financières ayant pour objet de contourner une règle comptable. Un exemple classique est offert par les opérations de leasing et leur comptabilisation dans les livres du bailleur (« *lessor* ») et du preneur (« *lessee* »)[8]. La classification des opérations de leasing est conceptuellement similaire dans les deux systèmes et distingue des opérations « en capital » et des transactions « opérationnelles ». Les secondes portent typiquement sur des matériels et équipements portés au bilan du bailleur ; les montages « en capital » sont des transactions dans lesquelles la « quasi totalité » des risques et revenus liés à la propriété de l'actif sont attribués au preneur. Les normes américaines définissent sur cette base un ensemble de critères très détaillés (400 pages) ; il n'en demeure pas moins que des financements habilement structurés permettent de contourner ces critères de manière à ce que l'opération, redevenue une « transaction opérationnelle », les actifs concernés n'apparaissent pas au bilan du preneur. Par comparaison, la norme internationale (25 pages) repose plus largement sur le jugement d'expert que porte l'auditeur pour déterminer si la transaction transfère ou non la substance des risques et des revenus.

(6) On trouvera une comparaison minutieuse de ces standards dans PriceWaterhouseCoopers (2000) et une présentation moins technique dans Litan et *alii* (2003).

(7) Voir par exemple les communications présentées à la conférence de l'American Enterprise Institute (2002).

(8) J'emprunte cet exemple à PriceWaterhouseCoopers (2000).

La consolidation soulève une difficulté de même nature. On a vu comment Enron avait procédé pour faire en sorte que les *Special Purpose Entities* échappent aux règles de consolidation ; depuis, le FASB a envisagé de rehausser les exigences en fonds propres mais n'a pas modifié l'approche consistant à fixer un seuil (ce qui soulève évidemment le risque qu'il soit contourné demain). Suivant les règles IFRS, Enron aurait eu plus de difficulté à éviter la consolidation puisque, là également, l'auditeur doit se prononcer sur l'existence d'un contrôle de fait du véhicule. Et cela repose en particulier sur le point de savoir si la société porte finalement ou non la majorité des risques du SPE (ce qui, dans le cas d'Enron, était clair avant le dénouement… à condition de disposer d'informations compréhensibles et non de notes de bas de page inintelligibles).

Ces deux exemples illustrent de manière flagrante comment la philosophie américaine, celle des règles, introduit le conflit d'intérêt au cœur même de la profession comptable. Dans la conception européenne, la profession, qu'il s'agisse de ceux qui arrêtent les comptes dans l'entreprise ou de ceux qui les auditent est en principe unie dans la poursuite d'un même objectif. Il peut certes y avoir débat sur les chiffres, mais ce débat est encadré par leur soumission à un même principe : rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise ; cette discipline est au demeurant renforcée en France par l'existence du double Commissariat aux comptes. Sans esprit de paradoxe, on peut considérer que cette relation correspond assez bien à l'idée (on ne peut plus américaine) de « *check and balance* ».

Aux États-Unis, la relation que l'on vient de décrire est insérée dans un cadre beaucoup plus rigide ; pour caricaturer, le débat n'a pas lieu d'être puisqu'il s'agit simplement de respecter la règle sous le contrôle du juge. Mais l'expert en techniques comptables occupe un troisième rôle, celui de conseiller stratégique, aux côtés de ses collègues juristes et financiers. Harvey Pitt s'est livré à une comparaison très instructive (même si elle est un peu idéalisée) des professions de juriste et de comptable : le premier a pour obligation professionnelle de défendre les vues et les intérêts légitimes de son client mais la jurisprudence considère qu'il est inapproprié pour un conseil juridique d'aller jusqu'à chercher les moyens de soustraire son client à ses obligations légales ; le comptable pour sa part n'a en aucune manière à agir comme avocat de ses clients ; sa seule fonction est de contribuer à la confiance du public dans la qualité des informations communiquées ; comme les juristes, les comptables ont des obligations professionnelles mais celles-ci ne peuvent aller jusqu'à garantir l'exactitude des rapports. Comme l'a reconnu le FASB, « les standards permettent un engineering comptable pour structurer des transactions en contournant les règles et en circonvenant l'esprit des standards ». Et Harvey Pitt lui-même de conclure : « le développement d'une comptabilité fondée sur des règles a eu pour résultat l'utilisation de techniques financières définies seulement pour atteindre certains objectifs comptables »[(9)]. Cela existe bien sûr partout au monde, ce qui distingue les États-Unis, c'est que le « respect de la règle » définit de manière plus explicite qu'ailleurs ce dernier champ d'activités.

(9) C'est évidemment la raison majeure du discrédit de la profession comptable aux États-Unis après les scandales financiers de 2002. Voir le reportage de *Business Week* (2003).

On peut être tenté de conclure de cette comparaison que le respect des principes – auxquels nous sommes à juste titre attachés en Europe – a un fondement éthique plus solide et qu'il commande une pratique comptable plus respectueuse de la réalité économique et c'est le jugement de l'auteur de ce rapport. Mais certains, plus cyniques ou poussant les raisonnements à l'extrême, pourront tirer une autre conclusion : de l'autre côté de l'Atlantique, on pourra continuer à juger que l'imagination financière – y compris sa composante comptable – fait partie des moteurs de la croissance, qu'il est donc souhaitable de lui laisser le champ maximum et de ne définir qu'*a posteriori* les bornes dont l'expérience enseigne qu'il est préférable de ne pas les franchir.

2.2. Deux philosophies irréconciliables ?

On vient d'examiner les arguments en faveur d'un système basé sur des principes. Ces arguments sont suffisamment forts pour que de nombreuses voix se soient récemment exprimées aux États-Unis en faveur d'une telle orientation. On a même pu entendre un haut responsable affirmer : « *in principles, we favor principles* ». Cela se traduit sous forme d'articles académiques mais aussi de manière plus significative sous forme d'une contribution au débat publiée en octobre 2002 par le FASB (2002). Que peut-on en attendre ?

Lorsqu'on examine la généalogie des règles comptables aux États-Unis, on s'aperçoit que leur prolifération a deux origines principales. D'abord les exceptions, qui font que certains cas échappent à la règle soit parce que l'on souhaite restreindre son champ d'application, soit parce que l'on atténue sa portée soit enfin parce que l'on prévoit une transition entre un système et un autre.

Second facteur à l'origine de la multiplication des règles, celles portant sur l'interprétation du principe, l'objectif visé étant d'assurer une bonne similitude dans la traduction de différentes transactions ; au fil des années, ces commentaires ont pris de l'ampleur et créé un édifice complexe mais aussi baroque parce que différents organes y concourent, à des niveaux hiérarchiques variés et en introduisant un grand nombre d'incohérences. L'exemple du règlement FAS 133 portant sur la comptabilité des produits dérivés est particulièrement éclairant à cet égard (voir encadré 2).

Le FASB note à juste titre, dans sa proposition, qu'il n'y a pas à changer de cadre conceptuel pour passer à un régime fondé sur des « principes » ; il suffirait de dire :

- que les principes s'appliquent de manière systématique, avec peu ou pas d'exceptions ;
- qu'il y aurait peu de commentaires et d'interprétations.

Ce choix emporte plusieurs conséquences de grande portée. Il faut d'abord accepter que des transactions ou évènements similaires pourront

être traités de manière différente, en toute bonne foi, par des experts exerçant leur faculté de jugement de manière indépendante. Surtout, cela poserait dans des termes juridiques inédits la question de la responsabilité de ceux qui arrêtent les comptes.

2. Les principes et les règles en matière de dérivés
À propos de FAS 133

La comptabilisation des opérations sur produits dérivés fait l'objet de la norme 133 qui contient 3 principes fondamentaux et un supplémentaire relatif aux couvertures. Après ces quatre paragraphes, la norme développe des règles très détaillées portant sur les caractéristiques et les conditions des opérations spécifiant si et quand il faut les appliquer ou au contraire adopter un traitement exceptionnel qui requiert lui-même de nombreux éléments d'interprétation et d'application. Cette littérature se développe à l'initiative d'un groupe de travail spécialisé, FASB-DIG (*Derivatives Implemantation Group*). À titre d'exemple :

- un instrument dérivé est défini au paragraphe 6, une définition discutée plus en détail aux paragraphes 7 à 9 puis interprétée ultérieurement par le DIG qui a produit 22 sous règles à ce propos (DIG Issues A1 à 22) ;
- immédiatement après, les paragraphes 10 et 11 introduisent neuf exceptions aux définitions du paragraphe 6. Ultérieurement, ces exceptions ont été interprétées par le DIG qui a produit 19 sous règles (DIG Issues C1 à C19) ;
- le paragraphe 12 aborde la question des dérivés incorporés à d'autres contrats ; ce paragraphe contient une exception pour les dérivés « clairement et directement reliés à un autre contrat » suivant la définition donnée au paragraphe 13, exception à laquelle le paragraphe 14 apporte quelques précisions et qu'étend le paragraphe 15 pour certains dérivés en devises insérés dans d'autres contrats. Tout cela est complété aux paragraphes 60 et 61, à l'annexe A et dans les paragraphes 171 à 200 de l'annexe B. Ultérieurement, le DIG a traité 36 cas particuliers relatifs à la condition « clairement et directement reliée à un autre contrat » (DIG Issues B1 à B36) ;
- etc., etc.

Selon une approche fondée sur les principes, les trois premiers s'appliqueraient de manière beaucoup plus large ; on peut débattre du quatrième relatif au traitement particulier des opérations de couverture *(cf.* infra). En tout état de cause, le standard en question impliquerait de la part des comptables et des auditeurs une part de jugement professionnel beaucoup plus développée.

À titre de curiosité, une recherche sur le Web à propos de FAS 133 livre 75 000 entrées, toutes les premières consultées sont des sites offrant des conseils sur la façon de comptabiliser les dérivés en respectant les règles !

À ce stade, les débats menés sur ce thème livrent à nos yeux une leçon essentielle. C'est que la pratique des règles n'est pas le résultat d'un choix sur lequel il serait possible de revenir au vu d'expériences nouvelles : en fait, les règles US GAAP sont un sous produit du système judiciaire américain et

plus précisément de la pratique répandue du litige (« *litigations* »). L'importance accordée aux règles a pour justification – et pour justification essentielle – la protection du management et des auditeurs contre des poursuites judiciaires toujours menaçantes, peut être injustifiées mais aux conséquences imprévisibles et le plus souvent coûteuses. C'est aussi ce qui assurera, sans doute, la perpétuation de cette démarche comptable, à moins d'une peu probable révolution dans le système judiciaire américain. Cela résume d'ailleurs la tonalité dominante des commentaires reçus par le FASB depuis octobre en réponse à sa proposition(10).

Quoi qu'il en soit, la loi Sarbanes-Oxley dispose dans son article 108 que la SEC doit remettre au Congrès au plus tard le 30 juillet 2003 une étude sur les conditions dans lesquelles les États-Unis pourraient adopter un système comptable fondé sur des principes en répondant aux questions d'opportunité, de faisabilité et de coût. Aucune information n'est à ce jour disponible sur le contenu ou même l'orientation de ce rapport. Dans une récente interview au *Financial Times*, Robert Herz, Président du FASB – personnellement ouvert à un tel projet – a souligné l'ampleur des changements que cela provoquerait dans l'exercice de leurs responsabilités par le management et le Conseil d'Administration et conclu que la seule vraie question était « le reste du système peut-il s'adapter ? ». C'est presque une réponse.

Cette conclusion pèche peut-être par un certain pessimisme. Howard Davies, Président de la FSA (Davies, 2003) a par exemple récemment exprimé l'espoir de voir l'écart entre les deux systèmes se rétrécir. On peut également noter la façon dont Harvey Pitt (2002) a ressuscité l'an dernier une opinion du juge Friendly en 1970 (!) suivant qui, « si le respect des US GAAP créé une impression frauduleuse ou matériellement trompeuse dans l'esprit des investisseurs, les comptables pourraient et devraient être tenus pour criminellement responsables ». Le fait que les tribunaux n'aient pas été encombrés de telles affaires pendant l'année 2002, pourtant propice à de telles poursuites (!), penche pour qualifier son espoir de « panglossien » comme le suggère malicieusement Howard Davies lui-même.

« Règles » et « Principes » ont donc de grandes chances de rester deux philosophies non conciliables. Au demeurant, rien n'est à l'heure actuelle prévu sur la façon de trancher les problèmes futurs d'interprétation des normes IASB ni sur l'évolution ultérieure de normes recueillant à un moment donné un accord IASB/FASB. C'est pourquoi la convergence vers un système unique n'offrait pas une perspective vraiment réaliste, l'idée de convergences techniques nombreuses et substantielles a une bien meilleure crédibilité. Le FASB et l'IASB ont en effet publié en octobre dernier un

(10) Un résumé des commentaires reçus a été mis en ligne sur le site du FASB le 14 mars 2003 ; dans l'ensemble, les commentaires dénoncent la mentalité « *check the box* » qu'engendre le respect de principes trop détaillés, sont ouverts à l'adoption d'une approche de principes mais soulignent l'ampleur des obstacles structurels qu'il faudra surmonter.

3. Le provisionnement des engagements de retraite

Worldcom est devenu le nom emblématique des manipulations comptables passées. Mais pour l'avenir, dans un contexte de marchés financiers durablement déprimés, une inquiétude supplémentaire a pris corps dès 2002, c'est l'insuffisant provisionnement des engagements de retraite. La firme de conseil en actuariat Milliman a récemment estimé que les 100 plus grandes sociétés américaines ont vu leurs fonds de pension passer d'un excédent de 183 milliards de dollars en 2000 à un déficit de 157 milliards de dollars en 2002. Standard and Poor's (S&P) a annoncé en avril 2003 que la liste des entreprises placées « sous surveillance » pour cette raison s'allongeait. On retrouve sur ce sujet une certaine complaisance de tous les acteurs et la complicité des « gardiens » déjà commentées dans le corps du texte.

L'origine comptable du problème est que, selon la règle FAS 87 concernée, les mouvements des fonds de pension à prestations définies impactent directement le compte de profits et pertes de l'entreprise mère. Dans la période euphorique des marchés financiers, les profits comptables ont ainsi pu être artificiellement gonflés en extériorisant des gains venant du fonds de pension. Évidemment, l'inverse se produit après le retournement et l'entreprise doit alors dégager sur son résultat d'exploitation de quoi doter son fonds de pension. Il n'est pas *a priori* choquant que le fonds de pension obéissant à une logique de long terme ses fluctuations puissent contribuer à atténuer les variations du résultat à court terme (ce qui est reconnu par FAS 87).

Mais ce que l'on vient de résumer – à la fois le principe et ses résultats en phase ascendante puis descendante du marché – montre bien le caractère trop laxiste des règles en vigueur. Beaucoup tient à ce propos à la liberté qu'ont les firmes de faire leurs propres hypothèses sur le rendement anticipé des actifs du fonds. On constate à ce propos que 82 % des entreprises américaines du S&P 500 avaient adopté un taux de rendement anticipé à long terme supérieur à 8,5 %, ce qui pour des portefeuilles composés d'actions à 65 % et de titres à revenus fixes à 35 % est optimiste voire trompeur. Et l'on voit bien comment la manipulation de ce taux en période d'euphorie boursière peut par un jeu d'écritures améliorer le résultat courant.

Une étude présentée ce printemps au *Brookings Panel on Economic Activity* a montré que ces phénomènes avaient été, comme tant d'autres, mal perçus par le marché, incapable de distinguer (ou maintenus dans l'incapacité de distinguer) la différence de nature des résultats opérationnels et des profits dégagés sur le fonds de pension. En reconstituant rétrospectivement cette distinction, les auteurs concluent à une surévaluation significative des firmes ayant le plus mobilisé les gains de leurs fonds de pension par rapport à ce qu'aurait justifié leurs « *core earnings* » ; cette discordance est particulièrement forte en 2001, année où la valeur du portefeuille était déjà fortement amputée par la baisse des cours boursiers sans que cela ait eu d'impact sur son rendement anticipé à moyen terme.

Il ressort clairement de tout cela qu'une comptabilité plus rigoureuse s'impose pour refléter les opérations des fonds de pension d'entreprise. C'est même

l'un des sujets où l'idée de « *fair value* » *(cf.* infra) s'impose semble-t-il le plus nettement d'autant plus que sur ce sujet les titres à l'actif ont en général une valeur de marché bien établie. C'est la position sur laquelle travaille l'IASB – c'est l'une des idées chères à David Tweedie – et c'est une position pour laquelle le FASB a de la sympathie. Ce qui n'est évidemment pas le cas, surtout dans le contexte actuel, des chefs d'entreprises américains ni de l'Administration, peu soucieuse d'aggraver la situation financière des entreprises et donc celle des marchés.

C'est même l'inverse qui se profile à Washington puisqu'une proposition de loi a d'ores et déjà été déposée à la Chambre des Représentants visant à rehausser le taux sur la base duquel doivent être constituées les réserves. Ce taux qui serait de 5,84 % suivant la règle ancienne (TBonds à trente ans) avait été rehaussé depuis l'an dernier de manière temporaire à 6,67 % et pourrait, selon cette nouvelle proposition, atteindre 7,42 % (« *high-rated corporate bonds* ») : pour General Motors, le niveau de provisionnement se redresserait de 75 % en l'état actuel des choses à 91 %. On peut être sûr que les efforts de *lobbying* vont être à la mesure de l'enjeu.

mémorandum, appelé « *Accord de Norwalk* » visant à rendre « compatibles » les standards existants et à « coordonner leurs programmes de travail futurs ». Les deux organismes ont également adopté un « programme de convergence à court terme » qui vise à élaborer des solutions communes à un certain nombre de divergences bien recensées(11). C'est une voie prometteuse dans son principe, dont il faut espérer des résultats concrets. L'IASB est, par sa nature même, ouverte à de telles réflexions et à la recherche de compromis ; l'une des conséquences positives des scandales passés est certainement d'avoir affaibli aux États-Unis, la conviction d'une supériorité générale et indiscutée des US GAAP et cela peut ouvrir la voie à certains rapprochements. En sens inverse, l'agenda que pousse l'IASB soulève de nombreuses objections aux États-Unis : stock-options, fonds de pension. Et il n'y a aucun doute à ce propos : si l'IASB est partie prenante à ce débat, si ses positions viennent à l'appui des orientations défendues par leurs collègues américains, à la fin de la journée, la réforme, en Amérique, obéira à une logique américaine.

(11) Documents consultables sur le site web des deux institutions : accord de Norwalk en date du 29 octobre 2002 ; projet de convergence à court terme en date du 19 novembre.

2.3. Impact de la loi Sarbanes-Oxley

La loi Sarbanes-Oxley adoptée avant l'été 2002 constitue la réforme la plus ambitieuse en matière de droit des sociétés depuis le *New Deal*. Elle cherche à prévenir la répétition des scandales récents et à restaurer la confiance des investisseurs[12]. On examine ici son contenu relatif aux aspects comptables c'est-à-dire à l'audit.

L'un des éléments les plus importants de la loi est la création d'un *« Public Company Accounting Oversight Board »* (PCAOB) pour réguler et superviser la profession comptable qui procède à l'audit des sociétés cotées. Ce comité – qui fonctionnera sous la tutelle de la SEC – sera composé de cinq membres dont deux « comptables certifiés ».

Les responsabilités du nouveau PCAOB seront les suivantes :

- enregistrer les firmes d'audit ;
- établir les règles devant présider à l'exercice des audits ;
- mener les inspections, procéder aux investigations et appliquer le cas échéant les procédures disciplinaires ;
- définir et imposer les sanctions garantissant le respect du dispositif.

La recherche du Président de ce Comité a donné lieu à l'automne 2002 à une série de faux-pas qui a retardé la mise en œuvre effective du Comité. Enfin doté de son Président – William McDonough lorsqu'il quittera la Fed de New York fin juin – le Comité est supposé être pleinement opérationnel le 26 avril 2003. À partir de là, les firmes d'audit ont 180 jours pour s'enregistrer faute de quoi elles devront cesser toute activité dans ce domaine.

La nouvelle législation a dépossédé l'organisation professionnelle (*The American Institute of Certified Public Accountants*) des responsabilités qui étaient les siennes en la matière. Le législateur attend de ce transfert une plus grande autorité des superviseurs sur les firmes d'audit. L'organisation professionnelle (AICPA) – qui cherche manifestement à conserver une place dans le nouveau dispositif – a soumis ses propositions pour la définition des nouveaux standards d'audit. Mais elle a été assez sèchement remise à sa place par la SEC ; le discrédit de la profession est durable. Sur le fond, on a toutes chances de retrouver sous la signature du PCAOB certains éléments de ses propositions, en particulier que les auditeurs évaluent

(12) On trouvera une analyse de l'origine, du contenu et de la mise en œuvre de cette loi dans trois notes de l'Agence financière de Washington (disponibles sur leur site) :

- AF/02.096 du 9 août 2002 : neuf mois après la débâcle d'Enron, la loi Sarbanes-Oxley constitue la réforme la plus importante depuis le Securities Act de 1934 mais beaucoup d'arbitrages seront encore nécessaires avant qu'on en mesure précisément l'impact (III) ;
- AF/03.033 du 28 mars 2003 : la mise en œuvre de la loi Sarbanes-Oxley du 30 juillet 2002 ; synthèse des principes posés par la loi, état des règles d'application adoptées par la SEC et premiers pas du Public Company Accounting Oversight Board (IV) ;
- AF/03.044 du 18 avril 2003 : la SEC adopte sa règle finale d'application relative au Comité d'audit : celui-ci est, désormais appelé à jouer un rôle central pour préserver l'équilibre des intérêts au sein de l'entreprise et la communauté financière y voit un motif d'espoir pour restaurer la confiance des investisseurs (V).

« le système entier de contrôle interne », incluant les procédures de test et de contrôle. Le problème avec ces règles supplémentaires est qu'elles contiennent peu de substance (« évaluer le ton que le management adopte vis-à-vis de lui-même, ce qui détermine la conscience de l'organisation »), mais ajoutent une matière supplémentaire à des pratiques déjà très bureaucratiques (« *check the box* ») et risquent finalement de buter comme souvent sur l'insuffisance des ressources attribuées au(x) superviseur(s) pour s'acquitter d'une tâche plus ambitieuse chaque jour.

L'un des points les plus sensibles pour les Européens est depuis le vote de la loi, la question de l'enregistrement des firmes étrangères « qui jouent un rôle substantiel dans la préparation des audits » d'une firme cotée aux États-Unis. L'Union européenne a immédiatement réagi contre le caractère extraterritorial de cette obligation. De nombreux échanges et contacts transatlantiques se sont déroulés depuis l'automne sur cette question. L'attitude conciliante de la SEC sur un autre aspect de la loi Sarbanes-Oxley a donné un temps l'espoir qu'une interprétation « flexible » permettrait d'éviter ou au moins de limiter cette visée extra territoriale.

Il n'en a finalement rien été puisque la SEC a explicitement confirmé le 28 janvier 2003 que les firmes étrangères d'audit seraient bel et bien soumises aux mêmes dispositions que leurs homologues américaines dès lors qu'elles entendent participer à l'audit de sociétés cotées aux États-Unis. Il est en particulier paradoxal que le côté américain ait tenté de justifier cette expression en s'appuyant sur le scandale de la firme néerlandaise AHOLD, alors même que les pratiques contestées ont eu lieu dans les filiales américaines, elles-mêmes auditées aux États-Unis. Enfin, le PCAOB a publié le 7 mars 2003 sa proposition de règles gouvernant l'enregistrement des firmes d'audit auprès du Board, en ne prévoyant aucune exemption pour les firmes étrangères d'audit. Conscient de ce que ce choix alourdirait les procédures et les coûts, le PCAOB a reconnu que l'enregistrement des firmes d'audit étrangères soulevait des questions et a organisé une table ronde le 31 mars 2003 à l'attention des personnes intéressées. Mais la conclusion adoptée le 23 avril ne revient pas sur la proposition initiale. Il reste à la SEC à adopter cette proposition.

Dans une interview au *Financial Times*, le Commissaire Bolkenstein avait vivement réagi à la position adoptée par la SEC en menaçant : « tout ce que les Américains nous demandent de faire, je pense que nous devrions le leur demander également ». Il a répliqué dès le 25 à la décision du PCAOB en notant que ces mesures étaient « inutiles et disproportionnées », ajoutant que l'activité des firmes d'audit européennes était déjà réglementée dans leur propre pays, et qu'il n'y avait aucune raison à un double enregistrement. La position européenne est que, si nous voulons progresser vers un marché financier plus intégré entre les deux côtés de l'Atlantique, nous devrions le faire sur la base de la reconnaissance mutuelle[13].

(13) Selon F. Bolkenstein, l'approche du PCAOB si elle est adoptée par la SEC fera monter la pression pour que les firmes d'audit américaines soient symétriquement enregistrées dans l'Union européenne. L'initiative américaine, si elle se confirmait, serait un élément peu constructif pour l'avenir de la relation transatlantique.

3. L'IASB, un pouvoir sans contre-pouvoirs ?

L'IASB joue désormais un rôle prépondérant en matière de normalisation comptable internationale. Il en a la volonté, la compétence, les moyens ; ses ambitions sont portées, à sa tête, par un personnage de premier plan, Sir David Tweedie. Il s'est aussi constitué en organe professionnel totalement indépendant, selon un schéma qui n'a d'équivalent dans aucune autre profession. L'IASB s'est doté d'un organe de financement, *IASC Foundation*, tout en veillant à ce que les trustees qui gèrent cette dernière n'aient aucune influence sur l'organe de normalisation proprement dit ; il s'est également placé une fois pour toutes à distance de toute intervention des gouvernements.

Cette exigence d'indépendance vis-à-vis des États autant que des entreprises tient évidemment à la technicité des sujets traités et aux tentations rampantes de manipulation. Mais, poussée à ce point extrême, l'autorégulation d'une profession aussi cruciale pour la vie des entreprises ne peut manquer de soulever quelques questions. Après tout, la comptabilité n'est pas la physique théorique ! Elle n'en a pas le caractère scientifique et les conventions qu'elle élabore sont au cœur de la vie financière, écono-mique et finalement sociale.

3.1. Objectifs et méthodes de travail

Les objectifs affichés par l'IASB sont *a priori* indiscutables : sa mission est d'élaborer un référentiel rassemblant les meilleures normes mondiales ; de le faire en concertation étroite avec les représentants des régulateurs nationaux ; de coopérer avec le FASB américain (représenté au sein de l'IASB) de manière à préparer, comme on l'a vu, une convergence des normes américaines et internationales.

L'IASB a des moyens importants (près de cinquante collaborateurs permanents), beaucoup plus importants que tous ses interlocuteurs européens, en particulier français (le CNC français a un Président à temps partiel et deux permanents). L'IASB fait avancer un programme de travail extraordinairement chargé ; il produit beaucoup, il ouvre sans cesse de nouveaux chantiers. Du coup les procédures de consultation ont souvent un caractère formel mais cela résulte en particulier de ce que ses correspondants ne se sont pas dotés des moyens suffisants pour apporter une contribution réelle à la construction de l'édifice. À l'origine, l'IASB constituait un club intermédiaire entre association professionnelle et société savante ; le mandat que lui a donné l'Union européenne en 1995 puis la personnalité de son Président lui ont donné des ailes ; faute d'opposants réels, il a étendu son influence à la taille d'un empire.

Tout cela ne va pas sans soulever hésitations, questions, protestations, mais les organes de l' IASB ont su, jusqu'à récemment, contrôler la démarche sans se détourner de leur chemin. Le climat a changé depuis l'été 2002 du fait de l'arrivée à maturité du projet le plus controversé, celui de la « *full*

fair value » appliquée aux instruments financiers. Quatre ingrédients se sont alors trouvés pour la première fois réunis : le fondement conceptuel du projet soulève des objections de nature systémique, l'enjeu en termes de *business* est gigantesque, les opposants font face de manière organisée, un plus grand nombre d'utilisateurs ont pris la mesure de la révolution qui se profile pour 2005.

3.2. La *full fair value*, une rigueur déplacée ?

D'un point de vue conceptuel, la *fair value* est sans nul doute la pierre angulaire du projet conduit par l'IASB. La croisade en faveur de ce principe a commencé en 1997 avec la réunion d'un groupe de travail composé de représentants américains, anglais, australiens, canadiens et néo-zélandais, qui a remis son rapport en décembre 2000. Un travail similaire avait été entrepris de son côté par le FASB (Willis, 2002). Pour leurs auteurs, il est à la fois plus utile et plus approprié de mesurer actifs et engagements à leur « *fair value* » plutôt qu'à leur coût historique. Personne, et en particulier aucun économiste, ne peut être hostile à cette idée dans son principe. Et cette idée semble à première vue venir à son heure : d'abord parce que les marchés jouent un rôle croissant comme étalon des valeurs, ce qui rend plus naturelle l'estimation « *marked to market* » ; mais aussi parce que les marchés étant plus volatiles, il est important de prendre en compte plus systématiquement les variations de valeur du bilan.

À ces deux considérations un peu théoriques s'ajoutent des enjeux plus concrets : le débat inabouti sur le traitement en charge des stock-options (voir encadré 1) ; l'utilisation croissante aux États-Unis et au Royaume-Uni des fonds de pension d'entreprise pour l'habillage des comptes (voir encadré 3) ; la croissance exponentielle des produits dérivés traités jusque là hors bilan. Sur tous ces points, la nécessité de normes plus explicites et/ou plus strictes s'impose et le principe de *fair value* a l'immense avantage de définir une référence conceptuelle générale. Tout cela est vrai et pourtant, aujourd'hui, on mesure mieux l'écart séparant le principe de sa mise en œuvre.

Partons d'une observation simple. Dans le cadre de mesures au coût historique, les changements de valeur au bilan ne sont pas comptabilisés tant qu'ils ne se sont pas réellement matérialisés, ils constituent des « plus ou moins values latentes ». Dans le cadre de la comptabilisation à la juste valeur, ces plus ou moins values latentes sont comptabilisées dans les résultats constatés. Il n'est pas inintéressant de constater dès maintenant que cette phrase constitue un oxymoron, une alliance de mots contradictoires puisque les plus values, si elles sont « latentes » n'ont – par définition – pas de raison d'être « constatées » (latent : « qui ne se manifeste pas » dit le Robert) sauf si doit intervenir de manière immédiate la cession de l'actif ou du passif concerné ; on revient plus loin sur cette question troublante.

Dans un monde idéal, avec des marchés complets, transparents et liquides, l'évaluation en *fair value* serait évidemment très utile pour mesurer en

permanence les performances et la situation financière d'une entreprise. Mais l'énoncé même de ces conditions en montre le caractère hautement restrictif (Malkiel, 2003). Lorsque les marchés sont incomplets, l'évaluation des instruments financiers repose sur des méthodes moins parfaites, c'est au demeurant pourquoi l'on parle non pas de « *market value* »mais de « *fair value* ».

Dans certains cas, les experts trouvent assez aisément un accord sur la méthode d'évaluation de cette « juste valeur », en général parce qu'il existe une référence assez directe à un prix de marché. À ce stade, il n'y a donc pas d'objection. Tout change lorsqu'aucune référence de ce type n'existe, on parle alors de « *full fair value* », et qu'il faut recourir à des modélisations qui peuvent pécher soit par leurs hypothèses soit par le choix des paramètres.

L'utilisation de modèles a été jusqu'ici considérée comme un complément utile à la publication des comptes, pour éclairer tel ou tel aspect de la réalité de l'entreprise. Mais le raisonnement aussi bien que l'expérience attire l'attention sur le danger qu'il y a à introduire des évaluations en partie subjectives au cœur même de la construction comptable, ce à quoi la profession était jusqu'ici viscéralement hostile dans son culte, justifié, de la « piste d'audit ». D'une part, ces évaluations reposent sur des hypothèses très complexes qui introduisent inévitablement le risque de biais inintentionnels ; plus sérieusement encore, l'asymétrie d'information entre le management et les auditeurs ouvre la voie aux manipulations dont on cherchait au départ à se prémunir. On est donc loin de l'idéal du « *marked to market* », on est plus proche du « *marked to model* ».Quiconque est familier avec de tels modèles sait que des variations minimes mais adroites des paramètres peuvent provoquer des changements significatifs du résultat ou du bilan. Et les auditeurs qui auraient à certifier d'une manière ou d'une autre ces méthodes pourraient avoir les plus grandes difficultés à avaliser ou à contester, faute d'information de marché, les estimations du management.

Cela n'exclut certes pas l'intérêt qu'il y a à préparer et publier en plus grand nombre des informations financières fondées sur des estimations en *fair value* chaque fois que leur robustesse et leur pertinence rendent leur communication légitime. Mais les objections qui précèdent ruinent en grande partie la supériorité intellectuelle ou analytique présumée de la « *fair value »* qui apparaît aujourd'hui pour ce qu'elle est, une référence théorique séduisante plus qu'un guide rigoureux en matière comptable. C'est pourquoi les propositions du FASB aux États-Unis et de l'IASB en Europe ont été accueillies sur ce point avec beaucoup de réserves non seulement par les institutions financières les plus directement concernées mais aussi par les autorités de régulation.

Ce qui précède relève du seul raisonnement sur la logique comptable. Deux autres considérations tout aussi importantes renforcent un certain scepticisme vis-à-vis de la *full fair value*.

Il faut d'abord, à un moment où à un autre, replacer la comptabilité dans la mission qui est la sienne, celle d'un langage au service d'une communauté d'utilisateurs. C'est un point que l'on risque à vrai dire de perdre de vue au fur et à mesure que l'on s'investit dans des sites *web* aux ramifications infinies. Et pourtant… les utilisateurs, ce sont le management, les analystes, les tierces parties, les salariés, etc. Entendons-nous bien : 90 % de la production IASB passe parfaitement ce test, les normes nouvelles sont plus propres et plus claires ; mais nous nous arrêtons ici aux 10 % qui posent un problème et dont la *full fair value* est la partie émergée.

Il faut revenir à ce stade sur la volatilité : on a cité plus haut l'argument suivant lequel la réalité des marchés financiers étant devenue plus volatile, il était logique que le compte de résultat le soit aussi. Soit. Mais la contrepartie est que les fluctuations de ce résultat trimestre après trimestre, ou année après année relèveront de plus en plus de changements de valeurs des instruments financiers (eux-mêmes fonction de considérations tout à fait extérieures à l'entreprise comme les taux d'intérêt) et proportionnel-lement beaucoup moins de la réalité opérationnelle de l'entreprise(14). Est-ce cela dont a besoin la communauté des utilisateurs ? Prenons l'exemple du management ; il y a déjà une faille assez sérieuse entre d'un côté les tableaux de bord et indicateurs de gestion utiles aux opérationnels et d'un autre côté les informations comptables redescendant des directions financières. Cet écart est préjudiciable, il n'aide pas à bien cerner la réalité de l'entreprise et il peut faire obstacle à la compréhension par tous les responsables et collaborateurs des objectifs poursuivis et des résultats atteints. La volatilité des résultats présentés sur la base d'évaluations en *full fair value* transformerait cette faille en un véritable gouffre.

Cette critique vaut à sa manière pour chacun des utilisateurs. Les défenseurs de la *full fair value* ont-ils par exemple bien mesuré ce que la maîtrise de ces nouveaux concepts exigera de la part des analystes ? Fournir au marché des résultats en théorie plus purs mais en pratique plus difficiles à cerner soulèvera d'immenses problèmes d'interprétation. C'est un point, dont on a vu l'importance dans le passé récent et que l'expérience des années quatre-vingt-dix suggère d'aborder avec modestie. « Mettre l'information à disposition » des investisseurs fait partie du cahier des charges, et le besoin de remise en ordre était, on l'a vu, manifeste. L'imagination récente en matière de communication financière, et par exemple l'invention incontrôlée de nouveaux concepts a été un piège, et il est bienvenu que la profession comptable contribue à remettre de la discipline à ce niveau. Il n'est pas sûr que sa contribution soit la plus efficace en proposant des instruments plus ésotériques qui rendent le jugement des utilisateurs plus difficile.

(14) Voir infra ce qui est dit du concept de « *performance reporting* » qui vise à décrire les résultats d'exploitation dans le cadre d'une comptabilité en *fair value.*

Ces observations conduisent à une autre réflexion fondamentale qui éclaire un autre aspect de la *fair value*. Celle-ci ignore complètement la dimension intertemporelle de l'activité (et donc des performances et donc de la valeur) de l'entreprise, elle s'intéresse à la valeur instantanée : disons le, c'est une valeur à la casse (*exit price*). Il est des circonstances où cette notion est parfaitement appropriée, lorsque se profile une acquisition par exemple ; convenons que ce n'est pas le sort qui attend chaque entreprise, chaque trimestre. Ainsi se dévoile une autre caractéristique de la *fair value*, c'est qu'elle correspond bien aux besoins d'une catégorie très particulière d'agents, celle des banques d'investissement. Mais fondamentalement on peut prétendre que la mesure à la casse constitue une mesure particulièrement inappropriée pour tous les actifs peu liquides dont le plan de l'entreprise prévoit qu'ils soient conservés jusqu'à maturité. Parce qu'elle ignore le facteur temps, la *fair value* viole un second principe fondamental de la comptabilité, celui de la continuité de l'entreprise.

Contestable dans ses fondements conceptuels, critiquable dans ses modalités d'utilisation pratique, la *full fair value* est enfin suspecte par les conséquences qu'elle emporterait en termes économiques. La publication des résultats des entreprises n'est pas un exercice académique et leur plus grande volatilité ne restera pas sans conséquence : l'entreprise devra réagir avec plus de flexibilité à des chocs financiers. Face à une dégradation de ses résultats due à un changement de valeur de ses actifs, l'entreprise devra instantanément réagir par les paramètres dont le management a la maîtrise, emploi et investissement au premier chef. De là vient la crainte très réelle que le principe de *fair value* puisse exercer des effets pro-cycliques. Cet aspect préoccupe au premier chef les banques centrales sous l'angle des canaux de transmission de la politique monétaire puisque les hausses de taux d'intérêt auraient une influence directe et immédiate sur les bilans bancaires.

3.3. La révolte des banques

Le monde financier a réagi de manière ambiguë aux propositions de l'IASB. D'un côté, parce que la finance est en première ligne dans les progrès de la globalisation, la banque, l'assurance-vie, la gestion d'actifs ne peuvent que soutenir ardemment l'élaboration de standards internationaux qui permettront une meilleure comparabilité des comptes et une meilleure évaluation des sociétés dans le monde entier. Mais les conséquences de la *full fair value* seraient également plus déstabilisantes pour les banques – et comme on le voit plus loin pour les compagnies d'assurances – que pour toute autre industrie. Ce contexte explique une réaction d'abord très prudente des banques centrales aux projets de *full fair value*[15] puis une hostilité sans nuance des banques à la norme IAS 39[16].

(15) European Central Bank (2000) : *Fair Value Accounting in the Banking Sector* ; Bank of England (2000) : « Fair Value Accounting », *Financial Stability Review*, juin ; Board of Governors of the Federal Reserve System (2000) : *Letter to the FASB on its Preliminary Views Document*, 26 mai.

(16) Lettre de vingt présidents des plus grandes banques européennes, françaises, britanniques, allemandes, espagnoles, hollandaises et italiennes en date du 8 novembre 2002.

Les banques centrales ont réagi précocement avec mesure et en invitant les organes de normalisation comptable à procéder avec prudence, le *Federal Reserve Board* et le Comité de Bâle réagissant respectivement aux propositions du FASB et à celle de l'IASB en avril et mai 2000. La tonalité de ces contributions est intéressante parce qu'elles s'inscrivent clairement dans la perspective réformatrice et dans l'exigence de rigueur intellectuelle des experts. Mais en même temps, elles expriment la réticence des banques centrales dans des termes dépourvus d'ambiguïté : IAS 39 n'est pas adapté à la nature des bilans bancaires ; la volatilité induite des résultats fragilise la surveillance prudentielle ; l'expérience des banques centrales dans leur activité de superviseurs les a convaincues des risques de manipulation des modèles d'évaluation par le management ; les analystes de marché préfèrent obtenir une information brute et procéder à leurs évaluations indépendamment du management. On ne peut être plus clair : la *full fair value* n'est pas adaptée à la nature de l'activité, elle ne correspond pas aux demandes des parties, elle fait obstacle à la supervision. La conclusion s'impose d'elle-même : « il serait imprudent de s'appuyer sur la *full fair value* pour établir les états comptables », « il est urgent (au printemps 2000) de poursuivre le dialogue » et de s'engager dans une voie où « la *full fair value* servirait de support à la publication d'informations complémentaires ».

Cet épisode est intéressant parce qu'il illustre un aspect de la méthode de travail de l'IASB qui n'a été qu'effleuré précédemment et qui met en question la qualité de la concertation. Certes, les programmes de travail sont publics, les appels à commentaires nombreux, les auditions fréquentes, le site *web* richement documenté ; mais un reproche court parmi les intervenants extérieurs. C'est que cette concertation mise en scène avec talent n'apporte que peu de fruits. Peut-être le manque de réactions de l'IASB aux réactions des Banques centrales que l'on vient d'évoquer illustre-t-il ce point ?

En tous cas, la concertation autour des normes IAS 32 et 39 a été jugée très décevante par le secteur bancaire dont l'hostilité au projet n'a cessé de s'amplifier, en particulier depuis l'été 2002. Dans le courrier signé en novembre 2002 par l'ensemble des présidents des grandes banques européennes, ceux-ci ont protesté à la fois sur les modalités de la concertation et sur le contenu de la réforme. La version amendée des normes IAS 32 et 39 ne prend en compte aucun des points principaux soulevés par l'industrie bancaire en plusieurs occasions, elle introduit aussi, sans qu'il y ait eu consultation préalable, de nouvelles propositions sur l'évaluation des crédits et des provisions qui s'écartent substantiellement des standards actuels.

Il est intéressant d'entrer brièvement dans la technique pour comprendre la vivacité de cet échange entre l'IASB et l'industrie. On distingue deux activités principales pour les établissements de crédit : l'activité d'intermédiation et l'activité de marché *(trading*). L'intermédiation consiste à développer une activité dans la durée, fondée sur des produits qui généralement ne peuvent pas être cédés avant leur échéance et sur l'ados-

sement à des ressources appropriées. Dans cette activité, la banque prend deux sortes de risques, un risque de taux (lié à l'immobilisation d'un actif généralement à taux fixe) et un risque de transformation parce qu'une (grande) partie des ressources est à court terme. L'établissement couvre ces risques par des techniques de couverture. L'argument central des banques et que la norme IAS 39 est fondamentalement inadaptée à cette activité.

La norme édicte en effet le principe suivant lequel tous les dérivés doivent être évalués en *fair value*, qu'ils soient ou non partie d'une opération de couverture. Cette exigence est contraire à un autre principe qui reconnaît la légitimité de traiter différemment des instruments financiers suivant la logique de leur détention (en l'occurrence suivant qu'ils sont liquides ou appelés à être détenus jusqu'à maturité). Cette règle devrait s'appliquer à tous les instruments financiers, en particulier aux dérivés. Le fait que ce ne soit pas le cas a pour conséquence perverse dans la norme IAS 39 de devoir traiter l'instrument protégé de la même façon que le dérivé qui le couvre, ce qui est manifestement incohérent avec la logique, inverse, de la transaction. Celle-ci requiert plutôt que le dérivé qui protège soit traité de manière homogène avec l'instrument qu'il couvre de manière à ce que la constatation des gains ou pertes sur les dérivés intervienne en même temps que celles sur l'instrument protégé.

En bref, IAS 39 ignore les techniques de gestion du risque développées par le secteur bancaire ; l'application stricte de la règle mettrait ces techniques en difficulté ce qui aurait pour conséquence finale d'imposer un changement de l'offre de crédit favorisant le développement de prêt à taux variables transférant le risque de taux sur la clientèle, moins à même de gérer ce type de risque. Que cette orientation soit souhaitable ou pas sort clairement du champ de ce rapport mais une chose est sûre, c'est qu'un tel changement a peu de raisons d'être dicté par la seule mise en œuvre d'un principe comptable au demeurant discutable.

3.4. Les spécificités du secteur de l'assurance

L'assurance est un secteur atypique puisqu'elle repose sur un cycle de production inversé par rapport aux autres services financiers et se déroulant sur des périodes longues (couramment dix ans en assurance-vie). Les questions que l'on vient de discuter ont donc une acuité particulière pour les assureurs (Martinière et Trainar, 2003) : la référence à la « valeur de marché » instantanée y est plus discutable que pour d'autres activités ; et certaines hypothèses comptables comme le choix d'un taux d'actualisation peuvent avoir des conséquences de très grande ampleur lorsqu'on les déroulent sur dix ou quinze ans. Cela explique que les assureurs aient développé depuis des années des méthodes de gestion de leurs risques reposant sur l'adéquation actif/passif. Cette politique constitue aujourd'hui un volet essentiel de la gestion financière des sociétés d'assurances et elle est au cœur de la valeur ajoutée fournie par les assureurs.

On a discuté plus haut des difficultés de mesure en juste valeur des actifs et passifs bancaires. Une difficulté supplémentaire apparaît pour les passifs des sociétés d'assurance parce que ceux-ci ne sont pas négociables sur des marchés secondaires. Cela évoluera peut-être avec le développement de la titrisation ; mais celle-ci est moins avancée qu'en matière de crédits du fait de la complexité des risques souscrits. Au surplus, la valeur de marché éventuelle de ces passifs ne représenterait pas nécessai rement le véritable engagement des compagnies parce que la puissance publique leur impose de faire face à leurs obligations vis-à-vis des assurés non seulement dans des circonstances « normales » mais même face à des situations exceptionnelles.

Dans ce contexte, le dialogue entre l'IASB et la profession a été nourri, mais l'IASB a tardé à bien mesurer la spécificité de ce secteur et à accepter des solutions pragmatiques qui définissent à ce stade une « période transitoire » (Dickinson, 2003). L'enjeu actuel est de stabiliser au plus vite cette dernière, pour être en mesure de respecter l'échéance 2005, et de reporter à plus tard un réexamen en profondeur des normes « assurance ». Concrètement, l'IASB propose de distinguer les contrats selon qu'ils comportent ou non un risque « significatif » d'assurance. Les premiers relèveront de la future norme et restent en phase transitoire évalués suivant les normes traditionnelles ; les seconds, qui ne comportent pas de risque significatif d'assurance, relèvent de la norme IAS 39 sur les instruments financiers. Parmi ceux-ci néanmoins, l'IASB a accepté de considérer que les contrats avec participation aux bénéfices, le plus grand nombre de ceux distribués en France, resteraient comptabilisés suivant les normes traditionnelles en phase transitoire. Finalement, l'incohérence de traitement entre actifs (IAS 39) et passifs (normes traditionnelles) est tout aussi injustifiée qu'en matière bancaire et, là aussi, la profession a demandé à ce que la norme IAS 39 soit assouplie dans la phase transitoire, par exemple en créant une catégorie spécifique d'actifs « en couverture des passifs d'assurance » qui seraient comptabilisés en congruence avec les passifs correspondants.

Au total, cet examen des relations récentes entre l'IASB et les professions financières aboutit à quelques conclusions semblables bien que les logiques économiques des activités bancaires et d'assurance soient différentes de même que leurs tactiques de négociation avec le normalisateur comptable : l'obsession analytique en faveur de la « *full fair value* » se révèle décevante, une certaine mixité des approches est indispensable pour assurer la qualité des normes et leur adaptation à des contextes économiques différents, la comptabilité – dont chacun respecte l'exigence d'indépendance – ne peut se réformer de manière utile et légitime sans un dialogue substantiel entre ses experts et les utilisateurs.

3.5. Rigueur, pertinence, gouvernance

Le bien-fondé des choix faits en 1995 par IOSCO et par la Commission européenne en mandatant l'IASB est donc clairement confirmé. L'engagement européen, et en particulier français, en faveur de l'adoption des nor-

mes comptables IAS correspond à une claire volonté d'améliorer la comparabilité des comptes, d'aboutir à un référentiel commun ; ce sont des outils, des étapes pour progresser vers un grand marché financier européen et pour l'application de normes homogènes en matière de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. On ne saurait donc sous-estimer l'enjeu. Dans cette démarche ambitieuse et semée d'obstacles, la rigueur intellectuelle et l'indépendance d'esprit des experts animant le processus d'élaboration des normes internationales sont des atouts précieux.

Mais cette orientation ne doit pas conduire à l'adoption de normes dont l'application se révèle inadaptée, comme c'est le cas aujourd'hui pour les normes relatives aux instruments financiers, ou dont la conception même se heurte à des objections de fond, comme c'est le cas des avant projets de normes dites « *performance reporting* ».

Ce dernier concept est le corollaire naturel de la *full fair value* et il jette une lumière assez crue sur les inconvénients de la méthode hypothético déductive en matière comptable. Comme on l'a vu, la *full fair value* a pour conséquence d'introduire une volatilité du compte de résultat rendant infiniment plus difficile l'interprétation de ce dernier. Pour corriger ce qui pourrait être considéré comme un défaut intrinsèque de la méthode, l'approfondissement de celle-ci conduit plutôt à construire un tableau à double entrée permettant d'isoler les facteurs en jeu : en lignes, la variation du résultat provient des activités opérationnelles, des activités financières et d'autres éléments de profits et pertes et en colonnes les changements de valeur proviennent soit des transactions effectuées dans la période sous revue soit des ajustements de prix en cours de période, bref une matrice 3 x 2. À titre anecdotique, on observera qu'il n'est pas possible de faire figurer sur une même page le compte d'exploitation de deux années successives, ce n'est que la plus élémentaire des difficultés que les analystes et investisseurs auront à surmonter. On ne peut conclure que par un rappel de bon sens : il est essentiel à la communauté des utilisateurs que les normes soient pertinentes et leur calendrier de mise en œuvre compatible avec les contraintes des entreprises. Les évènements récents invitent à s'interroger sur le pilotage de la phase actuelle.

Ayant pris de l'ampleur pendant l'automne dernier, ces objections ont conduit en novembre dernier au report des discussions programmées au niveau européen, pour l'adoption d'un « paquet » de normes IAS. Au-delà de l'aspect tactique, ce report peut être l'occasion d'un réexamen de la gouvernance du système dont on vient de voir que, faute de toute intervention extérieure, il pouvait dériver en ayant des conséquences dommageables pour la communauté des utilisateurs et, à la limite, négatives sur le modèle de développement économique que l'Europe entend poursuivre. Ces problèmes de gouvernance sur lesquels il est encore temps de revenir portent sur les points suivants que le rapport a permis de recenser :

• la philosophie même de l'exercice comptable qui ne peut se réduire à un axiome de *fair value*, et l'explicitation des objectifs poursuivis ;

• en matière de programme, le rythme des changements, accéléré dans la période récente, est devenu peu compatible avec le besoin de sécurité et de transparence prioritaires pour les marchés ; c'est un biais par lequel le rôle de l'EFRAG pourrait être significativement renforcé ;

• la composition de l'IASB auquel, indépendamment de la sous-représentation de l'Union européenne, trop peu de représentants de la communauté des utilisateurs sont associés ;

• le mécanisme de consultation qui, au-delà d'une prise en considération formelle, devrait accepter de prendre en compte certaines des propositions extérieures à l'IASB ; là aussi l'EFRAG pourrait jouer un rôle pus actif ;

• la création d'un organe d'orientation et de pilotage évitant de se trouver dans la situation où le choix de l'Union européenne est réduit à l'alternative adhésion en bloc ou rejet.

4. De nouveaux horizons

L'essentiel de ce rapport a été consacré à la comptabilité parce que celle-ci constitue le socle irremplaçable de l'information financière du fait de ses deux caractéristiques d'exhaustivité et d'homogénéité. Mais il est intéressant de compléter cette approche en discutant sous un tout autre angle la question de l'information communiquée au marché.

Car la comptabilité, malgré ses qualités, ne suffit pas – et de loin – à répondre à tous les besoins des investisseurs.

Comme on l'a déjà noté, la mesure impeccable des résultats instantanés et l'évaluation perpétuellement recommencée de sa valeur à la casse sont des photographies de l'entreprise, elles sont indispensables mais elles ne disent pas grand chose sur ses perspectives de profit ou sur le profil de ses risques, bref sur ce que l'on peut appeler sa « performance soutenable ». À ce stade, peu de progrès ont été faits pour systématiser la publication d'informations extra-comptables dont on sait qu'elles jouent pourtant un rôle déterminant pour le management à travers la batterie des indicateurs de gestion, les modèles de mesure des risques, etc. Ce qui est utile au management serait-il inadéquat voire dangereux dans les mains de l'investisseur ? On a certes de bonnes raisons de craindre que ces données ne soient, si elles étaient destinées à la publication, manipulées par le management, et c'est évidemment ce qui fait l'intérêt de la comptabilité, de ses normes et de ses contrôles.

Pourtant, cette discordance est troublante et il est prévisible qu'une fois passées les répercussions législatives et réglementaires consécutives aux scandales financiers récents la question d'une information non seulement plus exacte et plus fiable mais aussi plus complète et à certains égards plus adéquate se posera avec force. C'est cette question que l'on discute dans une dernière partie, en ayant en tête qu'il y aura là, pour ceux qui maîtriseront cette nouvelle chaîne d'informations, un enjeu de compétitivité essentiel.

4.1. La mesure des actifs intangibles

La partie intellectuellement la plus stimulante de ce dossier – pas nécessairement celle qui soulève les enjeux pratiques les plus immédiats – concerne les actifs dits « intangibles » dont l'absence de traduction comptable constitue aux yeux de beaucoup d'analystes une lacune majeure de l'information disponible (Litan et Wallison, 2000). On qualifie d'« intangibles » les investissements, autres que les achats de matériels, intervenant désormais à tous les stades de l'activité de l'entreprise pour en améliorer la performance : on peut citer, sans chercher à être exhaustif, les brevets, les logiciels, le *design* des produits, l'accumulation des compétences, l'image de marque, etc. Il y a de fortes raisons de penser que l'importance des investissements intangibles dans l'économie s'est considérablement accrue depuis une décennie.

Dans l'industrie manufacturière traditionnelle, il n'y avait guère de discussion sur ce que sont les investissements : des terrains, des rails, des machines, des usines. La comptabilité avait de longue date adopté une représentation adéquate de ces *inputs*, l'amortissement d'un actif matériel traduisant la transmission progressive de sa valeur aux produits finis. Mais cette représentation est à bien des égards inadaptée dans une économie « moderne » ; ce n'est pas l'objet de ce rapport de chercher à expliciter cette notion, disons simplement que l'on parle d'une économie où l'effort de recherche, la différenciation des produits, le marketing et la segmentation des marchés, l'efficacité de l'organisation, la motivation des personnels, la réputation… sont devenus des facteurs de production au même titre que le « travail » et le « capital », cela s'appliquant il faut le noter à l'ensemble des activités et pas seulement à la « nouvelle économie ». Si ces investissements intangibles constituent un déterminant important de la capacité ou du droit à vendre des produits ou des services, il est essentiel de les prendre en compte dans les coûts ; sinon, leur omission est sans importance ; qu'en sait-on quantitativement ?

La recherche sur ce point a été suffisamment active ces dernières années pour aboutir à cerner l'ampleur du phénomène à l'échelle macroéconomique (Nakamura, 2001). Un indice particulièrement significatif tient à ce que les comptes nationaux établis suivant l'optique des produits et celle des revenus fait apparaître aux États-Unis un écart important (près de 10 % du PNB). Plusieurs méthodes statistiques peuvent être utilisées, elles aboutissent pour les États-Unis à des évaluations assez concordantes, de l'ordre de 1 000 milliards de dollars, soit un montant du même ordre de grandeur que celui des investissements matériels : il est difficile de ne pas en tenir compte ! Malheureusement, le problème est plus facile à poser qu'à résoudre puisque l'on ne dispose pas de bonne évaluation microéconomique de ces actifs. En effet, la mesure historique habituelle pour les biens matériels n'a pas de sens et, en l'absence de marchés pour ces actifs, on est réduit à une évaluation subjective, autant dire à l'imagination.

En tout cas, les marchés financiers ont été les premiers à reconnaître l'importance nouvelle de cette problématique de la valeur ; c'est peu dire

qu'ils l'ont endossée avec un enthousiasme naïf. On peut discuter à l'infini de la bulle caractéristique de la fin des années quatre-vingt-dix, on peut dénoncer « l'exubérance irrationnelle » qui s'est alors emparée des investisseurs, mais on ne peut pas ne pas mettre en cause l'instrument de mesure (Lev, 2002). Car si des éléments importants de valorisation futurs sont ignorés ou traités, à tort, comme coûts plutôt que comme investissements, certes pour une excellente raison qui tient à l'absence de mesure appropriée, il est certain que le profil des profits comptables a peu à voir avec la logique intertemporelle des performances et il n'est pas étonnant que les investisseurs les moins averses au risque aient cherché à déceler cette dernière. Ce qui explique le gonflement d'une « bulle rationnelle », ce n'est pas seulement l'enthousiasme cumulatif des investisseurs, c'est l'absence de repères pour canaliser les anticipations et introduire des forces de rappel. Si l'on veut éviter la réédition de cycles boursiers comme celui que nous venons de traverser, il faut enrichir l'information communiquée au marché.

4.2. L'information extra-comptable

Repartons à ce stade de l'espèce de paradoxe évoqué plus haut en nous interrogeant sur les déterminants de l'offre et de la demande d'information. La demande a partout, et de longue date, été largement influencée par des besoins d'ordre public (fiscalité, supervision prudentielle voire lutte contre des pratiques anti-concurrentielles) ; l'offre a été contrôlée pour l'essentiel par les régulateurs publics et la profession comptable. De cette conjonction découle un modèle d'information financière qui privilégie de manière exclusive la comptabilité, parce que les enjeux fiscaux et réglementaires sont essentiels pour le résultat de l'entreprise et parce que les garanties d'homogénéité le sont vis à vis de l'extérieur. Le management et les Conseils n'ont dans ce régime guère d'incitation à fournir au marché une information plus complète et/ou plus pertinente.

Sans y revenir en détail, on a, dans les pages qui précédent, rencontrées quatre raisons pour lesquelles la comptabilité ne peut pas répondre complètement aux besoins des investisseurs qui s'interrogent, par définition, sur l'avenir d'un titre :

- le caractère rétrospectif de l'information ;
- une information décrivant exclusivement les transactions ;
- la périodicité de l'information ;
- l'absence de prise en compte des intangibles.

Il est intéressant de relever que ces lacunes ont été identifiées de longue date, bien avant le développement de la « nouvelle économie » et le gonflement de la bulle financière et qu'elles ont donné lieu à des propositions opérationnelles variées. Aux États-Unis, la réflexion a été amorcée dès le début de la décennie quatre-vingt-dix par la profession comptable puis par les *Business Schools* et par les firmes d'audit.

On doit relever à ce stade que le projet de l'IASB s'est développé à l'opposé de cette démarche puisqu'il constitue au contraire l'ultime étape d'un modèle où « l'offre » d'information se perfectionne en termes de techniques comptables, mais au prix d'une abstraction croissante et, comme on l'a vu, au risque de se couper de ses « clients ». Il n'est pas difficile dans ce contexte de prévoir que le modèle de *reporting* devra évoluer à l'avenir pour répondre à une demande des utilisateurs qui a toutes chances de devenir plus insistante. Une enquête de PriceWaterhouseCoopers a d'ailleurs, en 1999, révélé que 22 % seulement des investisseurs considéraient aux États-Unis les états financiers comme des sources « très utiles » pour évaluer une entreprise. Que l'on soit à la recherche d'un nouvel ajustement de l'offre et de la demande d'information, c'est aussi ce que nous enseigne la chronique de la décennie quatre-vingt-dix : la comptabilité « créative » que l'on a alors vu à l'œuvre reflétait, en partie, un besoin réel ; que celui-ci n'ait trouvé qu'une réponse peu rigoureuse et sans lendemain ne clôt pas le dossier. Dans quelles directions des progrès peuvent ils à cet égard être attendus ?

Il est intéressant de noter que l'Association américaine des comptables certifiés (AICPA) avait dès le début de la décennie quatre-vingt-dix engagé une réflexion ambitieuse sur ces questions en prenant précisément pour point de départ « les besoins insatisfaits des utilisateurs d'états financiers ». Le rapport[17] intitulé « *Improving Business Reporting, a Customer Focus* », plus connu sous le nom de Jenkins Report du nom du Président du groupe de travail, concluait qu'il était souhaitable que l'information communiquée au marché soit « *user driven and forward looking* ». Non seulement le rapport formulait un grand nombre d'orientations assez précises sur le contenu de cette information mais il donnait aussi un exemple poussé de leur application à propos d'une entreprise hypothétique, Fauxcom. En 1996 paraissait un ouvrage à succès comme Harvard Business School en a le secret, « *The Balanced Scorecard* » (Kaplan et Norton, 1996) : l'objectif en était de transcrire la stratégie de l'entreprise dans un cadre quantitatif cohérent articulant une présentation désagrégée des objectifs et des résultats financiers à un ensemble de variables instrumentales, les perspectives de croissance, les transformations de l'organisation interne, les relations avec la clientèle, etc. Deux raisons principales expliquent que ces propositions n'aient pas trouvé le débouché que leur à-propos aurait pu justifier.

Force est tout d'abord de reconnaître que si ces informations ont potentiellement une grande valeur pour les investisseurs qui cherchent à évaluer et prévoir la performance, leur signification et leur fiabilité sont difficiles à mesurer : les concepts et les méthodes de mesure des indicateurs même les plus simples (parts de marché, fidélité des consommateurs, etc.) se fondent

(17) Disponible sur le site web de l'IACPA. Le FASB a lui même récemment publié une vaste réflexion sur ce sujet (Upton, 2001).

sur des hypothèses ou sur des choix dont la transparence n'est pas garantie, des jugements inévitablement subjectifs du management sont indispensables ici ou là et finalement ces données ne sont pas facilement comparables d'une entreprise à l'autre ; bref il manque un processus de normalisation et de contrôle comparable à ce qu'organisent les GAAP pour les données comptables.

Deuxièmement, du coté des entreprises elles-mêmes, certaines ont trouvé dans le « *Scorecard* » matière à une présentation utile en interne pour expliquer la stratégie et donc pour organiser la mobilisation autour des objectifs décentralisés ; mais fondamentalement, les réactions ont été plutôt réservées soit par souci de ne pas diffuser d'information qui puisse être utile à la concurrence soit par crainte de voir se développer un nouveau processus de normalisation et de diffusion qui alourdirait les coûts. Cela pourrait évidemment changer à l'avenir parce que la publication d'une information mieux adaptée aux besoins des investisseurs pourrait devenir un atout suffisamment compétitif pour compenser les coûts ; on peut considérer que l'accent mis par la communication financière sur des indicateurs comptables – comme l'EBITDA – réputés intégrer l'information « fondamentale » sur l'entreprise a constitué une version très dégradée de cette ambition ; y a-t-il donc encore une place pour une information extra-comptable ?

Certains, en tout cas, n'ont pas désarmé, ils n'hésitent pas à juger inappropriée la réponse apportée aux États-Unis par la loi Sarbanes-Oxley dénoncée comme une décision hâtive de Congrès fondée sur un diagnostic tronqué et proposant des remèdes inadéquats puisque concentrés sur la seule question des résultats comptables et de leur audit (Wallison, 2002 et Basset et Storrie, 2003). C'est sous le titre « Restaurer la confiance du public » (DiPiazza et Eccles, 2002) que le plaidoyer en faveur d'un *reporting* plus étoffé a repris dès 2000, il prolonge les réflexions antérieures et apporte au débat des éléments nouveaux. Il s'agit d'abord de dépasser les objections sérieuses relatives à l'hétérogénéité des indicateurs de gestion en décrivant un modèle de *reporting* « à trois niveaux » : le premier est celui des comptes, le second serait un échelon d'indicateurs spécifiques à chaque secteur, le troisième un ensemble de données caractéristiques de l'entreprise elle-même. C'est au niveau intermédiaire que devraient être développés de nouveaux indicateurs standardisés et audités. La logique en est aisément défendable : les principaux facteurs de la création de valeur (ou, pour prendre un terme plus neutre, de la performance) sont différents d'une industrie à l'autre (pensons par exemple à l'industrie pharmaceutique et aux télécommunications) et les indicateurs pertinents eux-mêmes sont souvent propres à chaque secteur (comme le montrent les pratiques du management).

Les auteurs reconnaissent que leur projet a encore beaucoup de chemin à parcourir avant d'être systématisé ; mais convaincus de l'existence d'une forte demande des investisseurs, ils jugent que l'heure est propice parce que la confiance ne reviendra qu'appuyée sur une plus grande transparence : il y a là la source d'un avantage compétitif qui conduira certaines entreprises

innovatrices à amorcer le mouvement, à entraîner leur secteur et finalement à promouvoir les standards indispensables. Mais on peut aussi craindre que ce processus spontané n'aille pas beaucoup plus loin que ce que l'on a vu durant la décennie écoulée ; c'est pourquoi, retrouvant l'idée suivant laquelle l'information financière a la nature d'un bien public, il y a certainement place pour une intervention des autorités de tutelle qui pourrait prendre plusieurs formes :

• corriger toute asymétrie d'information en obligeant l'entreprise à communiquer sur les opérations effectuées par le management (*insider trading*) ;

• promouvoir la diffusion d'informations extra-comptables adaptées à différents secteurs ;

• charger les organes de normalisation comptable d'étendre le champ de leurs analyses en créant les standards adaptés à une « économie de l'intangible ».

4.3. Une nouvelle technologie au service de la communication financière

L'information financière aujourd'hui disponible a-t-elle pleinement tiré parti des possibilités qu'offre Internet ? Clairement, la réponse est : non. Toutes les entreprises cotées ont évidemment leur site web mais le contenu en est en règle générale d'un absolu classicisme : une version papier mise sur écran. C'est un progrès en termes d'accessibilité et de rapidité de la communication, ce n'est pas une révolution parce que la relation de l'utilisateur aux données n'est pas modifiée, cet usage de l'Internet n'est qu'un premier pas. Pour faire image, tous les avions du monde seraient cloués au sol si les contrôleurs aériens travaillaient avec le même type de systèmes que ceux utilisés en matière d'information financière ! L'analogie est assez parlante : dans les deux cas, il s'agit de transmettre des informations de nature très technique, rapidement changeantes, présentées dans un format intelligible à un utilisateur qui doit avoir une confiance absolue dans leur fiabilité et leur exactitude. Réalité pour le contrôle aérien, rêve pour l'investisseur ? Cela pourrait changer parce qu'une technologie nouvelle offre des perspectives prometteuses.

Même sur le web, le format papier maintient une certaine opacité des données et ne permet à l'utilisateur de les manipuler à des fins d'analyse, de modélisation ou de comparaison qu'au prix d'opérations coûteuses. Pour procéder par exemple au calcul d'un ratio, il faut aujourd'hui transférer de l'ordinateur d'origine à celui de l'utilisateur deux données – 2,4 et 240 – respectivement identifiées par leur localisation d'origine comme un chiffre d'affaires et un résultat d'exploitation le premier en milliards, le second en millions pour placer le résultat – 0,10 – dans une ligne préalablement identifiée comme un taux de marge. Pour permettre une meilleure appropriation de l'information, il faut pouvoir non seulement saisir la donnée mais simulta-

nément sa nature même ; c'est ce qui permet ensuite de l'intégrer dans une chaîne analytique indépendante du producteur de l'information. Cette possibilité existe désormais sous la forme d'un langage[18], XBRL, qui transforme le contenu même de la donnée : celle-ci cesse d'être un nombre pur (« 2,4 » ou « 240 ») pour être codé avec ses attributs : « ce chiffre de 240 est le résultat d'exploitation (défini selon telle norme de l'IFRS), il est exprimé en millions d'euros pour telle période et se rapporte à la société XXX » ; munie de son marqueur, l'information trouvera automatiquement la place que l'utilisateur lui destine, pour calculer un ratio, établir une comparaison, être intégrée dans un modèle. Alors que l'information aujourd'hui mise à disposition est simplement consommable par le celui qui la consulte, l'information transmise par XBRL entre dans un processus d'utilisations et de réutilisations répondant aux besoins les plus variés du management aussi bien que des investisseurs.

À l'origine de ce langage se trouve le constat fait par quelques ingénieurs que le protocole HTML (pour Hyper Text Markup Language), était bien adapté pour décrire l'aspect d'un message (en fait, HTML dicte la façon dont un document doit être présenté) mais pas son contenu : rien ne dit si un chiffre décrit un cours boursier, une proportion dans une recette de cuisine ou l'âge du capitaine. Le World Wide Web Consortium, W3C, qui supervise les standards utilisés sur le web, a patronné ce projet dès 1998 et le concours de l'AICPA, pour la partie *reporting*, a également été rapidement acquis. IBM et Microsoft ont saisi la portée de l'innovation dès que l'idée a commencé à circuler et reconnu la nécessité d'élaborer un futur standard correspondant aux besoins de l'industrie du chiffre, scellant ainsi la participation de PriceWaterhouse au projet. XBRL (pour Extensible Business Reporting Language) est une partie de ce nouveau protocole Internet (XML pour Extensible Markup Language) qui constitue potentiellement l'innovation la plus importante développée depuis HTML. Le propre de ce standard est, comme on l'a vu, de nommer chaque information d'une manière qui définisse exactement sa nature, il contient une signature digitale qui en authentifie la source, il valide la qualité de l'information par rapport à certaines règles préétablies, il est compatible avec n'importe quel *software* applicatif, et enfin il est… gratuit. Le consortium organisé par l'AICPA autour de XBRL comprend aujourd'hui plus de 170 grandes sociétés cotées et organise une coopération active entre des chapitres allemand, américain, australien, britannique, canadien, japonais et singapourien, avec des correspondants dans un nombre croissant de pays. Cela ne semble pas avoir suscité de véritable intérêt en France.

(18) Voir la présentation qui en est faite dans les livres cités de Litan et *alii* (2003) et de DiPiazza et Eccles (2002), op. cit. ; voir aussi le site www.xbrl.org où des démonstrations sont possibles.

Si le succès de ce nouveau langage se confirme, les grands gagnants seraient évidemment les utilisateurs de chiffres, à l'intérieur comme à l'extérieur de l'entreprise ; les perdants pourraient être les analystes « *sell-side* » puisque XBRL contribuera à dévoiler la modestie de leur valeur ajoutée, en l'état actuel des choses. Il est aussi évident que les superviseurs trouveraient dans XBRL un instrument puissant de rationalisation de l'information obligatoirement transmise au marché. On ne suivra pas ici les prédictions extrêmes de ceux qui voient dans ce nouveau langage la fin des méthodes traditionnelles de *reporting* comptable suivant les normes US GAAP ou IFRS dont on a précédemment expliqué ce que pouvait être l'ambition. Que XBRL soit en revanche l'outil qui a fait jusqu'ici défaut pour développer une information extra-comptable rigoureuse et standardisée est une hypothèse plausible. C'est en tout cas une innovation marquante qui peut utilement contribuer à façonner dans les années à venir une communication financière échappant aux travers et aux faux-semblants de la décennie quatre-vingt-dix. Il y a évidemment dans cette double révolution qui se profile, celles des technologies et celle des normes extra-comptables, un enjeu fondamental aussi bien pour les firmes que pour les places financières.

Annexe 1

Sigles et abréviations

AICPA	American Institute of Certified Accountants
CNC	Conseil national de la comptabilité
COB	Commission des opérations de Bourse
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
GAO	Government Accounting Office
FASB	Financial Accounting Standards Board
FSA	Financial Services Authority
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Standards Accounting Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Government Securities Commissions
PCAOB	Public Companies Accounting Oversight Board
ROE	Return on Equity
SEC	Securities Exchange Commission
SPE	Special Purpose Entities
US GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
XBRL	Extended Business Reporting Language
XML	Extended Markup Language

Annexe 2

Les *Hearings* sur la débâcle d'Enron

Le rapport ne reprend pas l'analyse des mécanismes comptables et financiers à l'œuvre dans le scandale Enron. Beaucoup de sources sont maintenant disponibles à ce propos. Bien comprendre ce cas d'école reste un préalable indispensable : à titre documentaire, cette annexe reproduit la note d'analyse(*) rédigée en février 2002 qui éclaire par des exemples concrets plusieurs points mentionnés dans la première partie du rapport.

Il n'y a rien de plus frappant dans l'histoire d'Enron que le contraste entre la réalité économique de cette entreprise – ses investissements, son bilan, ses résultats – telle qu'on l'a découverte depuis l'automne et la carrière spectaculaire de l'action pendant trois ans. Le meilleur fil directeur pour comprendre le déclin et la chute d'Enron, c'est de se concentrer sur les manipulations qui ont favorisé l'envol du titre et trompé tous ceux (« *gatekeepers* ») qui étaient chargés de veiller à l'exactitude des informations transmises au marché.

Si Enron est un désastre, c'est bien parce qu'il ne s'agit pas de quelques erreurs spectaculaires mais isolées et, si l'on ose dire, « honnêtes » : de mauvais choix technologiques ou des paris financiers trop audacieux. Ce qui est saisissant, c'est la multitude d'actions délibérées qui se sont enchaînées pendant plusieurs années pour gonfler artificiellement les profits, masquer les pertes, manipuler les actifs et les engagements, organiser l'évasion fiscale, inventer le chiffre d'affaires, ficeler l'*establishment* politique, tromper les auditeurs*, lawyers*, analystes et agences de rating, tout cela pour enrichir le management et finalement trahir la confiance des employés et des investisseurs.

Naturellement, la faillite d'Enron n'est pas intervenue dans le vide, elle se rattache au système économique, au boom conjoncturel de cette fin de siècle. De quelle manière ? La stratégie de l'entreprise, telle qu'on la trouve décrite par exemple dans le rapport 2000, fait appel à tous les poncifs de l'époque : c'est une histoire qui se rapporte à des réseaux, on y trouve des financements sophistiqués et naturellement une entrée en force dans l'*e*-économie. Tout cela n'apprend pas grand chose sur Enron en particulier. Ce qui est particulier, c'est le zèle obsessionnel avec lequel a été poursuivi cet autre objectif commun à toutes les entreprises à succès, l'augmentation rapide et régulière du résultat trimestriel. Le succès d'Enron, c'est d'avoir réussi mieux que d'autres la croissance rapide et régulière de son résultat,

(*) Ambassade de France à Washington.

sa singularité, ce sont les conditions baroques dans lesquelles cet objectif a été atteint par le management.

Pour atteindre cet objectif, et compte tenu de la structure historique d'Enron, le management a principalement eu recours à trois types d'actions :

• camoufler les investissements déficitaires ou peu rentables en les sortant du bilan ;

• dégager des profits comptables par la manipulation d'actifs ;

• générer du cash par un engagement à marches forcées dans le commerce de produits dérivés et dans le *e*-business.

Examinons brièvement ces trois points sur lesquels beaucoup d'investigations seront encore nécessaires pour faire toute la lumière.

1. Le camouflage d'investissements déficitaires ou peu rentables

Le camouflage d'investissements déficitaires ou peu rentables met en œuvre deux dispositifs qui permettent de sortir ces actifs du bilan sans les consolider :

• il repose sur la création de structures financières appelées « *special purpose entities* » qui présentent deux particularités :

– elles ne sont pas consolidées à condition que la maison mère (Enron) n'en détienne que 50 % ;

– les régulateurs (en l'occurrence l'organe comptable, le *Financial Accounting Standard Board)* n'ont pas formellement défini le capital minimal « acceptable » pour de telles structures, implicitement fixé par la SEC à 3 % du bilan ;

• il recourt par ailleurs à des engagements hors bilan donnés par la maison mère à ces structures pour faciliter leur financement ; pour attirer les investisseurs, ces entités se sont vues attribuer une sorte de « garantie d'actifs » sous forme d'option d'achat sur les titres Enron ou même de valeurs plancher.

La figure 1 illustre comment cet outil a été utilisé pour sortir du bilan des investissements lourds et peu rentables comme la centrale de Dhabol aux Indes ou l'investissement dans le traitement des eaux en Angleterre :

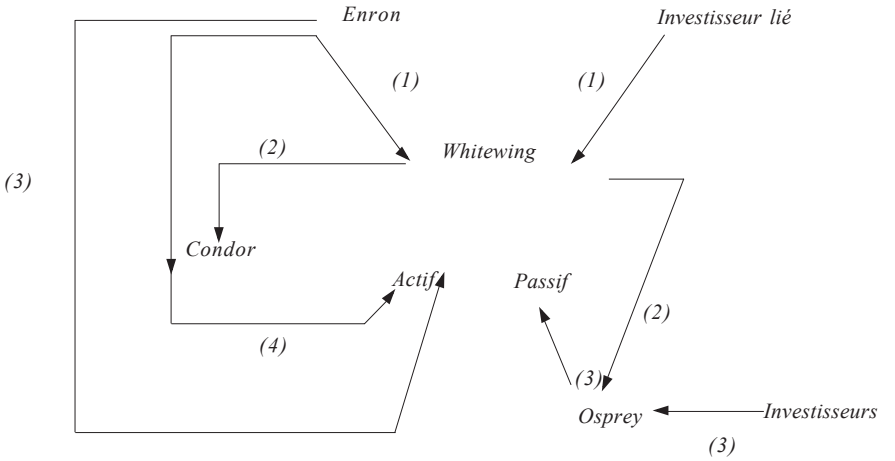
• création du véhicule SPE, *Whitewing,* par apport de capitaux (3 % du bilan qu'il aura à porter), 50 % par Enron, 50 % par un investisseur lié (en l'occurrence le *Chief Financial Officer, Farstow) ;*

• création sous *Whitewing* d'un trust faisant appel au marché (Osprey) et de la structure portant la garantie de valeur donnée par Enron (Condor) ;

• appel au marché et apport des actifs d'Enron à *Whitewing ;*

• dénouement : en cas de moins-value sur les actifs portés par *Whitewing*, Enron apporte sa garantie soit sous forme de cession d'actions via Condor, soit directement en cash : ce sont les « effets gâchette » qui ont précipité la perte d'Enron à l'automne.

1. Extraction des actifs non rentables hors du bilan



Notes : (1) Création de la *Special Purpose Entity,* Whitewing ; (2) Création sous Whitewing du trust appelé à faire appel au marché (Osprey) et d'une structure portant la « garantie d'actif » donnée par Enron ; (3) Appel au marché pour financer Whitewing et apport des actifs non rentables ; (4) Garantie d'actif apportée par Enron.

Une remarque de portée générale s'impose ici. Les sociétés disposent ainsi aux États-Unis d'un outil d'une grande flexibilité pour aménager leur bilan : à condition qu'elles ne détiennent pas plus de 50 % de tels « *special purpose entities »* et que le capital de ces dernières soit égal à 3 % de leur bilan, elles ne seront pas consolidées. Il n'y a rien de surprenant à ce que l'utilisation de ces techniques financières soit très répandue. Ce qui est distinctif dans le cas d'Enron, c'est l'opacité avec laquelle ont été traités les garanties hors bilan – ce sera un volet pénal de l'affaire – et l'ampleur des camouflages qui ont été opérés – il s'agissait tout de même de transformer des investissements lourds et déficitaires en vedettes de la cote !

Une bonne mesure de cette audace financière est donnée par la fameuse « note 16 page 48 » à laquelle il faut se rapporter pour trouver la trace de ces manipulations dans le rapport 2000 : Cette année là Enron a mentionné l'existence de transactions avec de telles structures pour 2,1 milliards, les gains affichés liés à ces transactions se montant à 500 millions.

Des montages similaires ont été adoptés pour cacher les pertes consécutives à des investissements dans le secteur des hautes technologies (l'un des montages recourant à LJM1, le SPE et Raptor).

Selon une estimation actuelle, l'engagement d'Enron au titre des garanties données à ces différentes SPEs portait sur 55 millions de titres à un cours moyen de 67,9 dollars, soit un total de 3,7 milliards de dollars.

2. La réalisation de profits comptables liés à la réévaluation artificielle de certains actifs

Autre manipulation, la réalisation de profits comptables liés à la réévaluation artificielle de certains actifs, elle est encore plus troublante. On en trouve la trace dans la même note 16 du rapport 2000 sous la forme suivante : en 2000, « Enron *sold a portion of its dark fiber inventory to a related party in exchange for $30 million cash and a $70 million note receivable that was subsequently repaid. Enron recognized a gross margin of $67 million on the sale* ». A la base, « *dark fiber* » désigne une partie du *broadband business* dans lequel s'était activement engagé Enron. Seule une faible partie de cet immense réseau de fibres optiques était « allumée » (i.e. utilisée pour le transport de données Internet), le reste, en surcapacité, était « éteint ». Les droits associés à l'usage de ces actifs à l'avenir incertain étaient de toute évidence difficiles à évaluer.

La manipulation financière et comptable a fait appel à une autre SPE (LJM2) qui a acheté 100 millions ces droits, évalués dans les livres d'Enron à 33 ; d'où le profit de 67 millions. Naturellement, LJM2 n'était, comme dans les cas précédents en mesure d'attirer des investisseurs qu'en s'appuyant sur les garanties apportées par Enron. Au moment où la valeur des fibres optiques chutait, Enron non seulement évitait de reconnaître ces pertes, puisqu'elles étaient localisées dans ses véhicules non consolidés, mais était même en mesure d'en tirer un profit.

Et il y a plus fort encore ! Comme on l'a noté, l'évaluation des actifs « *dark fiber* » était pleine d'incertitudes ; or, l'existence d'une transaction de marché est le meilleur moyen de révéler le « bon » prix ; en l'espèce, le prix payé par LJM2 a servi de révélateur… et l'ensemble de l'actif *« dark fibe*r »détenu en propre par Enron a été réévalué. C'est une question ouverte de savoir l'étendue des opérations de ce type réalisées par Enron. Il semblerait que la « fibre noire » n'ait pas été un cas unique(*).

3. Des activités proprement financières faisant un large appel aux produits dérivés

En troisième lieu, Enron s'est engagé dans des activités proprement financières, faisant un large appel aux produits dérivés et à l'*e*-business. Il faudrait pouvoir distinguer clairement plusieurs types d'opérations :

• celles liées aux garanties données aux SPE, toutes recourant comme on l'a vu à des *« price swaps agreements* » (c'est-à-dire au paiement d'un

(*) Allant un peu plus loin, on trouve encore d'autres inventions ! Par exemple, LJM2, la *special purpose entity* portant ces fibres optiques éteintes a accordé à Enron un contrat pour le marketing de ces fibres qui ont permis à Enron d'extérioriser dès 2000 20 millions de dollars de profit sous la forme d' « *Agency fee* ».

différentiel si le prix de l'actif – ou celui de l'action elle-même – tombait en deça d'un plancher) ;

• les activités de *trading* dans lesquelles Enron s'est engagé à marches forcées (*commodities* et produits financiers) ;

• les activités d'Enron O*n Line* qui ont connu un développement spectaculaire en 2000 mais qui ont une nature très différente puisqu'elles se bornaient à ajuster offre et demande.

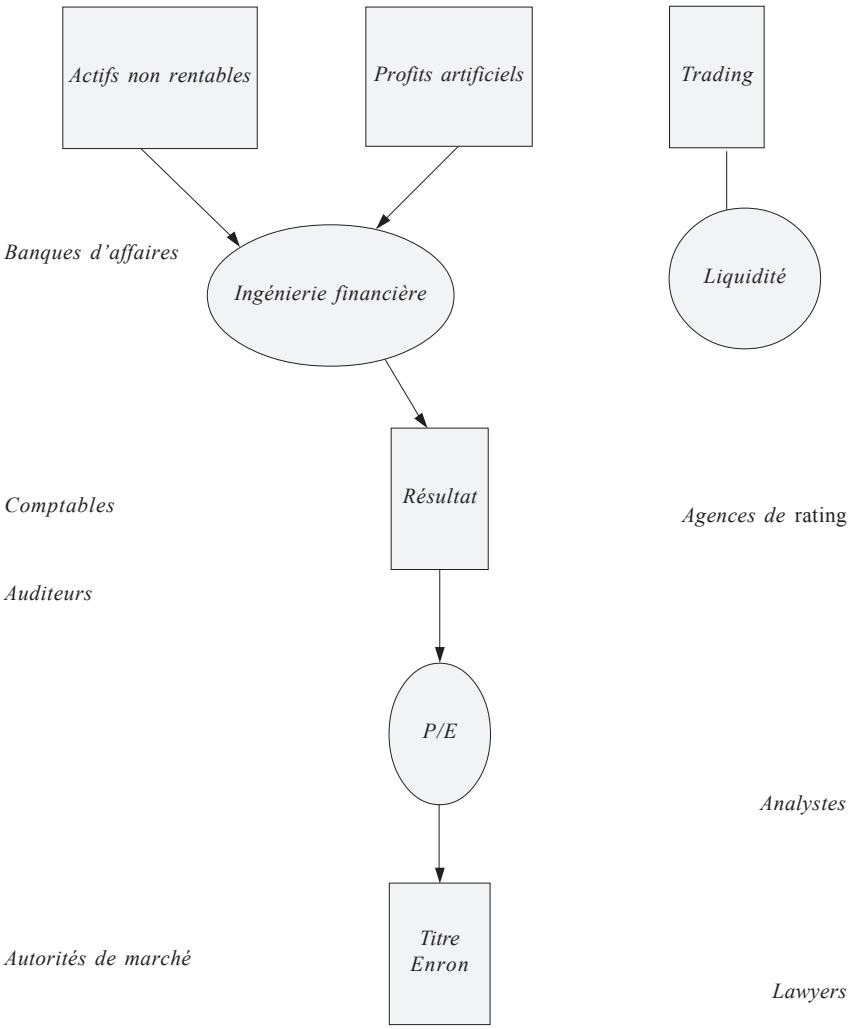
Les principales observations que l'on peut faire à ce stade sont les suivantes :

• le chiffre d'affaires a plus que doublé en 2000 pour dépasser 100 milliards de dollars. Le mirage suivant lequel Enron serait ainsi devenue la 7e compagnie mondiale, repose sur la convention consistant à intégrer comme « revenu » le montant total des transactions effectuées sur Enron On Line. Bien que neutre – en première approximation – sur les résultats opérationnels, puisque la contrepartie du « revenu » est une « dépense » équivalente et immédiate, cette présentation a été extrêmement précieuse non seulement par l'effet de taille qu'elle procurait mais en étayant le mythe d'une société « de services » plutôt que d'une société tirant ses revenus du *trading*.

• en termes de gains, il est en effet frappant de constater que les revenus tirés de l'activité dérivée aurait été de16 milliards de dollars pendant les trois années 1998, 1999 et 2000 ; il est intéressant de mettre ce chiffre en perspective, en notant qu'il est comparable au revenu annuel d'une institution financière de premier plan comme Goldman Sachs pour l'ensemble de ses activités de marchés. Mais les dirigeants d'Enron ont toujours pris grand soin de donner de leur société une image différente, où les dérivés n'étaient utilisés que dans des opérations de couverture. Parachevant ces toilettages avec l'entrée dans le *e*-commerce, ils ont hissé Enron non seulement dans la catégorie des poids lourds de la cote mais aussi dans le compartiment dont les *price-earnings* sont les plus élevés, une histoire inventée de toutes pièces que les analystes ont acceptée et répercutée aux investisseurs.

La figure 2 résume finalement l'ensemble des opérations ayant permis de construire le parcours exceptionnel du titre Enron, elle réunit aussi l'ensemble des participants dont le concours actif a été requis opération après opération. Ce n'est pas sans raison qu'Arthur Andersen a été mis en cause pour ses responsabilités propres ; mais on mesure bien aussi la tentation qu'il y a – suivant l'expression du Washington Post – à faire de Mr. Duncan le *« certified public scapegoat* ». En fait, à côté d'Andersen, tous les gardiens ont été défaillants : en premier lieu le Board en interne, et en particulier le comité d'*audit*, la SEC en externe, les analystes – qui ont recommandé le titre – les agences de rating – sans lesquelles la liquidité aurait été asséchée – la profession comptable – acceptant par son inaction les maquillages les plus grossiers – les banques d'affaires – qui ont construit pièce par pièce l'édifice des « *special purpose entities »* – et finalement les Lawyers qui ont certifié qu'il n'y avait rien à redire à cette fable.

2. Les trois sources de la progression des résultats et du titre Enron



On mesure ainsi combien la comparaison avec LTCM est trompeuse même s'il y a des points communs. Comme l'a dit le Sénateur Lieberman en ouvrant les *hearings,* si Enron est une tempête sans précédent, c'est parce que la débâcle d'Enron met en péril la confiance des Américains – et celle du reste du monde – dans leurs marchés financiers, et dans l'efficacité de leur gouvernement pour en assurer un fonctionnement efficace et transparent.

4. Quelles conclusions et questions tirer provisoirement de cette analyse ?

Si Enron est bien la caricature du « capitalisme à l'anglo-saxonne » triomphant dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, on peut se demander dans quelle mesure d'autres succès peuvent avoir fondé leur fortune sur des méthodes comparables : le marché a pris peur il y a peu à ce sujet et certains évoquent la menace d'un krach. L'heure de vérité vient avec l'arrêté des comptes 2001. En tout cas, la dictature du ROE et de l'EPS devraient (temporairement ?) céder la place, dans les commentaires de ces comptes, au cash-flow comme mesure des résultats effectifs – et non aux « résultats consolidés pro-forma » – et à la transparence des notes de bas de page comme fondement de la crédibilité financière.

Sous la réserve importante contenue dans le paragraphe précédent, Enron n'a pas jusqu'ici, eu de conséquence systémique. Il y a donc une tension entre la catastrophe sans précédent par laquelle se conclut cette histoire d'entreprise et un système dont on ne peut considérer que Enron soit le barycentre. C'est dans cette tension que s'amorcent et pourraient se développer les débats sur la rerégulation. Celle-ci a, ces jours-ci, le vent en poupe, comment pourrait-il en être autrement ? Mais il est frappant de constater que tous les risques qui se sont manifestés avec Enron, *tous* avaient été identifiés et des mesures correctrices débattues ; mais dans les arbitrages qui ont été rendus à de nombreuses reprises entre protection contre les risques et maximisation des gains, c'est la seconde attitude qui a systématiquement prévalu. « Reréguler », ce n'est pas déplacer un (ou plusieurs) curseur(s), c'est engager une révolution copernicienne.

Références bibliographiques

American Enterprise Institute (2002) : *Is GAAP Worth Fighting For?,* Washington DC,13 mars.

Arye L. et *alii* (2002) : « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation », *Chicago Law Review*, vol. 69.

Bank of England (2000) : « Fair Value Accounting », *Financial Stability Review*, juin.

Basset R. et M. Storrie (2003) : *The Sarbanes-Oxley Act and the New Financial Accounting Oversight Board, Investor Saviour or Chimera?*, Communication à la conférence de l'American Enterprise Institute 'Have we Overestimated the Importance of Audited Earnings?', 23 janvier.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2000) : *Letter to the FASB on its Preliminary Views Document,* 26 mai.

Business Week (2003) : *Bloodied and Bowed*, 20 janvier.

Coffee J.C. (2003) : « What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's », *Columbia Law School Working Paper*, 20 janvier.

Crouzet Philippe et Nicolas Véron (2002) : *La mondialisation en partie double : la bataille des normes comptables*, En Temps Réel.

Davies H. (2003) : *In Praise of International Accounting Standards*, Communication au 'Symposium on Global Adoption of International Accounting Standards', Harvard Law School, 3 février.

Dickinson G. (2003) : « The Search for an International Accounting Standard for Insurance », *Geneva Papers on Risk and Insurance*, Association de Genève.

DiPiazza S. et R. Eccles (2002) : *Buiding Public Trust*, John Wiley and Sons.

Eccles R. et R. Herz (2001) : *The Value Reporting Revolution*, Wiley and Sons.

European Central Bank (2000) : *Fair Value Accounting in the Banking Sector.*

FASB (2002) : *Principles Based Approach to US Standards Setting*, 21 octobre.

Government Accounting Office (2002) : *Financial Statements Restatements*, octobre.

Hall B. et K. Murphy (2002) : « Stock Options for Undiversified Executives », *Journal of Economics and Accounting*, avril.

Kaplan R. et D. Norton (1996) : *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press.

Lev B. (2002) : *Mismeasurement of Intangibles and its Consequences*, New York University, Stern School, juillet.

Litan R. et *alii* (2003) : *Following the Money*, AEI, Brookings.

Litan R. et P. Wallison (2000) : *The GAAP Gap, Corporate Disclosure in the Internet Age,* Brookings.

Mac Kinsey (2002) : *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. Disponible sur www.mckinsey.com/governance

Malkiel B.G. (2003) : « The Efficient Market Hypothesis and its Critics », *Journal of Economic Perspectives,* hiver.

Martinière, de la, G. et P. Trainar (2003) : « La comptabilisation en juste valeur et les métiers de l'assurance », *Revue d'Économie Financière*, à paraître.

Nakamura L. (2001) : « What is the US Gross Investment in Intangibles? At Least One Trillion Dollars a Year ! », *Fed. Reserve Bank of Philadelphia*, octobre.

Pitt H. (2002) : *Remarks at the SEC Conference*, 22 février.

PriceWaterhouseCoopers (2000) : *International Accounting Standards, Similarities and Differences*, février.

US Senate (2002) : *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, Report by the Subcommittee on Investigations, 8 juillet.

W. Upton (2001) : « Business and Financial Reporting », *Challenges from the New Economy*, avril.

Wallison P. (2002) : *Poor Diagnosis, Poor Prescription, The Error at the Hearth of the Sarbanes-Oxley Act.*

Willis D.D. (2002) : *Financial Assets and Liabilities, Fair Value or Historical Cost?,* 14 janvier.

Normes comptables et régulation de la filière du chiffre(*)

Christian de Boissieu

Président délégué du Conseil d'analyse économqiue

Jean-Hervé Lorenzi

Professeur à l'Université de Paris-Dauphine

Les éléments constitutifs d'un espace financier

Les scandales financiers récents ont provoqué une terrible onde de choc dans le milieu des affaires, à tel point que certains universitaires ont parlé de crise ou de dérive du capitalisme. Le Forum de Davos, édition 2003, s'est ouvert dans une ambiance quelque peu morose et si ses membres récusent le terme de crise, tous se sont accordés pour faire profil bas.

La réaction politique ne s'est pas fait attendre. La loi Sarbanes-Oxley, suivie par la loi de sécurité financière en délibération en France, ont pour ambition de proposer une meilleure régulation des métiers liés de près ou de loin au traitement de l'information financière. Elles proposent une régulation plus stricte de ces différentes activités, afin de garantir une meilleure indépendance des acteurs. Elles ne se préoccupent pas par contre des normes comptables, alors qu'une certaine créativité comptable a permis les montages hasardeux et dissimulateurs des entreprises Enron, Worldcom, etc. Mais au-delà des débats législatifs du moment, ces évènements regrettables ont néanmoins le mérite de nous interpeller sur la régulation des différents espaces financiers.

La notion d'espace financier est bien plus vaste que celle de marchés financiers. Les États-Unis en constituent l'exemple le plus abouti, par le

(*) Rédaction achevée le 10 mai 2003.

poids des ses marchés et l'homogénéité de ses pratiques. Un tel espace se caractérise par la cohérence de son industrie financière (segments, marchés et *leaders),* de son système d'épargne et de retraite, de sa régulation (conditions de la création monétaire, contrôle prudentiel, règles de concurrence, organisation des autorités de marché, règles du gouvernement d'entreprise, normalisation comptable, réglementation des prises de contrôle), de sa fiscalité (retenue à la source, imposition des plus-values, des dividendes et des intérêts, impôt sur le patrimoine, taxe sur les transactions…). Dans le débat sur la régulation d'un espace financier, ce rapport met l'accent en particulier sur le rôle que doit jouer la comptabilité. Tout d'abord, en se penchant sur la nécessaire transparence qui doit animer cette information. Dans une deuxième partie, en mettant en évidence son caractère structurant pour l'industrie financière qui nous conduit à parler de filière du chiffre. Compte tenu du rôle moteur de cette filière, ce rapport s'attache dans une troisième partie à poser les fondamentaux qui doivent animer la normalisation comptable. Ce rapport débouche enfin dans sa quatrième partie sur des propositions concrètes quant à l'intervention des pouvoirs publics dans ce domaine et à l'organisation des professionnels.

Transparence de l'information dans un espace financier

La problématique du processus de décision au sein des entreprises et de la finance est étroitement liée au degré de transparence de l'information financière exigé par les investisseurs. Cette information exerçant une influence directe sur les marchés de capitaux, il semble incontournable de mener une réflexion sur le processus d'élaboration de cette information ainsi que sur les conditions de sa transmission.

Structuration industrielle d'un espace financier

Lorsque l'on décrit le secteur financier dans un espace géographique donné, l'accent est traditionnellement d'abord mis sur les données macroéconomiques structurant l'industrie financière, telles le degré d'intermédiation de l'économie et réciproquement l'importance des marchés financiers ou le choix politique d'impact majeur sur cette industrie entre retraite par répartition ou par capitalisation. L'attention se porte ensuite sur la répartition entre secteur public, mutualiste et privé et sur la concentration (part de marché des *leaders)* dans les différents segments (banque de détail, banque de gros, assurance) et sous-segments de l'industrie financière. L'impact des dernières évolutions de la technologie informatique sur cette industrie est également une clé de lecture à la fois riche et souvent utilisée. Sans vouloir remettre en question ces déterminants fondateurs de la mésoéconomie financière, il semble important de souligner le rôle d'une filière particulière de l'industrie financière. Cette filière se caractérise en première analyse par son intérêt porté aux finances des entreprises et son recours systématique à la comptabilité financière. Nous la désignerons par la suite sous le vocable de filière du chiffre. Le rôle transverse de cette filière va ressortir de façon symétrique au rôle transverse de la comptabilité.

Régulation de l'espace financier européen par le chiffre

Le premier régulateur d'un espace financier et celui dont le rôle est le plus abondamment commenté est la banque centrale. L'autre pilier traditionnel de la régulation est constitué des règles de concurrence. Si l'on considère ces deux éléments, on s'aperçoit qu'un pas considérable a été franchi en Europe quant à la constitution d'un espace financier avec le rôle unificateur et prépondérant de la Commission européenne en matière de concurrence et bien sûr la création de la Banque centrale européenne à l'occasion de l'unification monétaire. D'autres éléments sont traditionnellement mis en avant quant à la régulation d'un espace financier. Ainsi de l'organisation des prises de contrôle de sociétés cotées en bourse, afin de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. L'obligation du déclenchement d'une offre publique à la suite d'un franchissement de seuil ou de l'acquisition d'un bloc de contrôle permet aux minoritaires de bénéficier de la même prime sur leurs titres que l'actionnaire principal. Ces dernières dispositions sont le fait des autorités de marché (COB en France, SEC aux États-Unis). Si ces dispositions ne sont pas harmonisées en Europe, c'est d'abord parce que les autorités de marché sont multiples. Les pouvoirs de la SEC sont par comparaison à la fois beaucoup plus étendus géographiquement et dans leurs attributions. Ainsi si la profession comptable américaine est le normalisateur comptable américain au travers du FASB, c'est la SEC qui lui en a délégué le pourvoir au début des années soixante-dix.

Bien avant la débâcle boursière des télécoms et de la nouvelle économie, ou les différentes faillites américaines des années 2001-2002, le débat sur les règles du gouvernement d'entreprise[1] a connu un succès certain. Par contre ces événements ont conduit à une remise en cause du rôle et du fonctionnement de l'audit, des conseils des entreprises et des conseils de l'épargne (privée et institutionnelle). Ces questions ne sont pas explicitement désignées par le vocable « gouvernement d'entreprise » dont la problématique est l'exercice du pouvoir au sein des entreprises. Elles y sont néanmoins rattachées car elles influent sur la prise de décision au sein des entreprises. C'est pourquoi il faut traiter de façon cohérente le gouvernement d'entreprise et la régulation de l'audit, des agences de notation, des analystes et de la banque d'investissement. Ce, alors qu'à l'image de la perception de ces métiers, leur régulation est aujourd'hui segmentée, au niveau national et encore plus au niveau européen, et émane d'institutions diverses.

C'est au cœur de ce débat qu'il faut positionner celui de la normalisation comptable. La comptabilité est un moyen de communication et de représentation, pour les dirigeants, les administrateurs, les auditeurs et les conseils qui en sont les locuteurs, jusqu'à l'épargne qui en est le récepteur final. La

(1) Depuis le rapport britannique Cadbury (1992) l'expression « corporate governance », ou gouvernement d'entreprise en français, s'est imposée. En France on distingue trois rapports successifs sur les modalités du pouvoir et de son contrôle au sein des entreprises Viénot I (1995), Viénot II (1999) et Bouton (2002).

comptabilité peut mettre en évidence les prises de risques exces-sives. La comptabilité synthétise l'environnement juridique, fiscal et les relations de pouvoir au sein d'un espace financier. La normalisation comptable est un moyen transverse de régulation au sein de l'espace financier, qui reprend dans sa structure une certaine conception du pouvoir et de son exercice. Du pouvoir dans les entreprises et du pouvoir sur la destination de l'épargne.

1. La transparence de l'information financière, une problématique

Dans ses différentes dimensions, l'information financière est au cœur des débats et des propositions de réforme dans ce qu'il faut bien appeler le monde post-Enron. Comment renouer le fil de la confiance pour des investisseurs soupçonneux, depuis la multiplication des scandales, faillites (ou quasi faillites), sur les résultats annoncés par les émetteurs ? Comment relier les exigences microéconomiques à réaffirmer du côté des normes comptables, de la transparence de l'information, du gouvernement d'entreprise, etc. et leurs conséquences macroéconomiques en termes de croissance, de stabilité ou d'instabilité systémique, etc. ? On a déjà saisi, à travers les questions, les enjeux. Le capitalisme, débarrassé de son ennemi de l'extérieur depuis la chute du Mur de Berlin, doit désormais affronter de sérieux défis de l'intérieur. Et la partie n'est pas nécessairement plus facile.

Le débat sur l'information et sa transparence est protéiforme. Il recouvre aujourd'hui un certain nombre d'exigences :

- la nature et la qualité de l'information fournie par les émetteurs, surtout lorsqu'il s'agit d'entreprises faisant appel public à l'épargne ;
- la nature et la qualité de l'information émanant d'organismes ou d'experts extérieurs aux émetteurs et dont la mission première est justement de renforcer la transparence de l'information donnée aux investisseurs (agences de notation, analystes financiers, etc.) ;
- le degré d'adaptation des normes comptables aux nouvelles réalités d'un monde globalisé, où le recours à des instruments financiers de plus en plus sophistiqués (après les instruments financiers de la première génération, ceux de la deuxième génération comme les dérivés de crédit…) s'est généralisé ;
- la question de la périodicité optimale de l'information, relancée par la tendance à la généralisation des comptes trimestriels ;
- le caractère plus ou moins partagé de l'information, qui renvoie au thème plus général des asymétries de l'information.

Dans la mesure où la comptabilité et la filière du chiffre, privilégiées dans ce rapport, sont deux composantes, parmi d'autres, du système d'information, il n'est sans doute pas inutile de partir du leitmotiv de la transparence de cette information et de certaines des exigences juste évoquées.

Ce n'est pas l'accent mis sur l'information qui singularise nombre de démarches et de réflexions en cours, mais la place donnée à l'exigence d'une information parfaitement transparente. Il n'est pas facile de définir en une phrase la transparence de l'information. Disons qu'il y a là une exigence d'une information qui reflète sans aucun biais la situation de chacun (de l'État, d'une entreprise, d'une banque, etc.), et qui soit très largement partagée, faisant partie de la « connaissance commune » (*common knowledge*). L'information ne peut pas être transparente lorsqu'elle est accaparée par certains agents économiques ou par certains groupes. Cette transparence renvoie donc au moins à deux dimensions complémentaires, la quantité et la qualité (la nature) des informations accessibles.

Le thème de la transparence de l'information était déjà à la mode avant la faillite d'Enron et des autres affaires ultérieures relevant de la même problématique (comme récemment le scandale Tyco). Encore plus depuis. Et les signes d'une telle prégnance sont multiples. Juste un exemple choisi dans l'évolution en cours de la réglementation bancaire internationale. À partir de 2006, va être mis en place un nouveau ratio de solvabilité des banques, le ratio Mc. Donough qui va remplacer l'actuel ratio Cooke. Ceci constitue le pilier 1 de la nouvelle approche mise en place à Bâle (Comité de supervision bancaire) et à Bruxelles (Commission européenne), auquel s'adjoignent le pilier 2 (amélioration de la supervision) et encore plus proche de notre sujet, le pilier 3 sur la nécessité de renforcer la « discipline de marché ». L'idée est qu'une transparence accrue de l'information est nécessaire, mais pas suffisante, pour accroître la « discipline de marché ». On l'aura compris, la quantité et la qualité de l'information sont des éléments essentiels pour le bon fonctionnement de l'économie de marché, mais aussi pour sa régulation par les pouvoirs publics (dans l'exemple précédent, il s'agit de réglementation bancaire, mais le raisonnement est de portée beaucoup plus générale).

1.1. Pourquoi se préoccuper de la transparence de l'information ?

Il est aisé de comprendre les motifs de ce qui est certainement plus qu'un phénomène de mode. Une information plus transparente du côté des banques et des entreprises, de façon plus générale de l'ensemble des intervenants (y compris donc aussi l'État), permet de rapprocher les systèmes comptables de la réalité économique, de mieux guider l'allocation des ressources, de pouvoir compter sur un meilleur équilibre entre emprunteurs et prêteurs, de réduire certaines inégalités dans l'accès à l'information pertinente. La transparence est ainsi indispensable au bon fonctionnement des circuits de financement. Certains de ces points méritent une attention spéciale.

Les asymétries d'information ? Le modèle néo-classique de concurrence pure et parfaite supposait, au départ, une information parfaite, gratuite et

également partagée par tous les intervenants. L'hypothèse d'asymétrie d'information remet en cause cette dernière propriété. Plus qu'une hypothèse, c'est souvent un constat : le banquier connaît, *a priori*, mieux la qualité de ses engagements que ceux qui déposent leur épargne auprès de lui, même lorsqu'ils sont éduqués et relativement bien informés ; l'entreprise qui fait appel au marché financier connaît, en principe, mieux sa véritable situation que les investisseurs disposés à souscrire les actions ou les obligations émises par elle ; les actionnaires ont, *a priori*, moins d'informations que les dirigeants sur la situation exacte de l'entreprise faisant appel à l'épargne publique. On peut multiplier à l'infini les cas d'asymétrie d'information. On comprend aisément l'enjeu : dans un monde où l'information conditionne largement le pouvoir – l'accès à l'information est l'une des composantes centrales du pouvoir et de son exercice-, les asymétries d'information créent des inégalités, différentes bien sûr des autres formes d'inégalités (de revenu, de patrimoine…), mais également déterminantes. Les asymétries d'information sont-elles condamnées au nom de la science économique ? Certains des arguments précédents pourraient le laisser entendre, même si les jugements restent souvent implicites. Disons que ces asymétries ont souvent pour conséquence d'éloigner de l'équilibre walrasien, référence incontournable des paradigmes dominants. Un premier bien connu dans les modèles de rationnement du crédit, c'est l'asymétrie d'information et spécialement l'incertitude des banques sur la véritable situation des emprunteurs qui les incitent, sous certaines conditions, à refuser de distribuer du crédit aux plus risqués plutôt qu'à durcir leurs taux d'intérêt, engendrant ainsi un équilibre non walrasien sur le marché du crédit (en l'occurrence, un excès de la demande de crédit sur l'offre). Un second exemple, beaucoup plus net, d'asymétrie d'information problématique, est fourni par le délit d'initié en bourse. Autant le rationnement du crédit n'a rien de répréhensible en soi du point de vue du droit et de la morale, autant le délit d'initié relève d'une infraction pénale et doit être sanctionné en tant que telle.

L'efficience des marchés ? C'est une manière complémentaire de traiter de l'information, de sa quantité et de sa qualité. Depuis les travaux de E. Fama, un marché financier est dit efficient lorsque les prix sur ce marché reflètent instantanément et sans biais l'information disponible. À partir de là, on distingue plusieurs formes d'efficience selon le contenu exact de l'information disponible. Quelle que soit la version retenue de l'efficience, on entrevoit les liaisons étroites entre ces différents éléments : le volume et la nature des informations, la rationalité des anticipations individuelles, l'efficience des marchés, l'optimalité (généralement entendue au sens de Pareto).

1.2. En quoi le problème est-il plus complexe ?

L'analyse économique pose souvent, implicitement ou explicitement, le postulat suivant : plus l'information disponible est riche et fréquente (haute périodicité), mieux le système fonctionne. Sans remettre en cause les vertus indiscutables de l'information (le contraire de l'incertitude) et de sa transparence, j'évoque deux contre-exemples suggérant les nuances à apporter.

1.2.1. La périodicité optimale de l'information

Avec Internet, le flot d'informations accessibles est beaucoup plus continu qu'avant, même si les systèmes comptables n'ont pas nécessairement reflété, dans la fréquence des données qu'ils fournissent, l'évolution exacte des technologies (la comptabilité nationale, par exemple, est au mieux trimestrielle ; elle n'est pas (encore) mensuelle, et c'est peut-être aussi bien comme cela…). La position exprimée il y a quelques mois par Bill Christ, le patron de Calpers, premier fonds de pension américain, illustre le propos. Il y dénonçait le fait que les entreprises publient des résultats trimestriels, alors que, d'après lui, des résultats semestriels seraient largement suffisants pour informer le marché et les diverses parties concernées (actionnaires, salariés, clients et fournisseurs…). Autrement dit, dans ce monde caractérisé déjà par une forte instabilité financière, de l'information trop fréquente ajoute du bruit à du bruit, de la volatilité à la volatilité existante. L'argument porte encore plus lorsqu'il s'agit d'informations faisant elles-mêmes l'objet de révisions statistiques fréquentes (chiffres d'inflation ou de croissance, etc.). On voit apparaître ici un arbitrage entre la recherche d'une information de plus en plus transparente, reflétant de mieux en mieux une réalité elle-même rapidement mouvante, et la nécessité de contenir la volatilité et l'instabilité en deçà de certains seuils. Dix ans avant les propos de Bill Christ, on pouvait trouver dans la réalité de la crise bancaire américaine des exemples allant dans le même sens. Telle banque moyenne de Californie alors en difficulté, avait-elle intérêt à donner toutes les semaines ou même tous les mois de l'information sur sa situation réelle ? Pour une banque traversant seulement une crise de liquidité, mais pas de vrai problème d'insolvabilité, n'était-il pas préférable, afin d'éviter une « ruée *(run)* aux guichets » en grande partie injustifiée, de donner plutôt des états des lieux trimestriels ? Ces exemples, et beaucoup d'autres, montrent qu'un important programme de recherche doit être traité à sa juste importance : déterminer, de façon endogène, la fréquence optimale de l'information disponible au lieu de la supposer donnée *a priori*. En règle générale, cette fréquence optimale ne sera pas la fréquence maximale, car elle se situera au point d'équilibre entre des considérations de transparence et d'efficience des marchés d'une part, des critères de stabilité ou d'instabilité systémique d'autre part. Cette fréquence optimale ne sera pas non plus *a priori* la même selon le type de marché considéré – tous les marchés n'ont pas la même propension naturelle à « surréagir » aux dernières informations que les marchés financiers, les marchés des changes ou le marché pétrolier – et selon les opérateurs considérés (les intérêts des actionnaires, des salariés, des dirigeants, des clients, etc. ne sont pas nécessairement convergents du point de vue de l'information accessible).

Ce débat renvoie forcément à la directive européenne qui prévoit d'aligner la situation des entreprises européennes cotées sur celle de leurs homologues américaines pour la publication des résultats trimestriels. Une décision globalement inopportune, qui pêche par son côté général et l'insuffisante prise en considération des situations sectorielles ou individuelles.

1.2.2. L'existence de certaines asymétries d'information souhaitables

La difficulté du raisonnement, et de l'éventuelle modélisation, tient au fait qu'à côté des asymétries d'information nuisibles à la bonne allocation des ressources ou à l'équilibre souhaitable entre les différentes parties concernées (prêteurs et emprunteurs, dirigeants et actionnaires, salariés et actionnaires, etc.), il en existe d'autres qu'il faut conserver voire même organiser. Prenons un exemple concret qui rejoint, par une autre voie, la problématique déjà évoquée du patron de Calpers. Si une banque était conduite, par la réglementation ou par la concurrence, à donner toutes les semaines de l'information sur sa situation à sa clientèle, en particulier aux déposants, elle risquerait de provoquer de l'instabilité à court terme dans leur comportement, le plus souvent sans véritable justification. Par contre, augmenter la fréquence des informations transmises par la même banque aux autorités de supervision – à condition bien sûr que le coût n'en devienne pas excessif – serait une façon de resserrer cette supervision, sans augmenter pour autant la volatilité des comportements privés. On peut très bien imaginer que les superviseurs aient, non pas plus, mais plus souvent d'informations pertinentes que les actionnaires, les clients, les salariés… Il y a là un exemple d'asymétrie d'information qui, sans sacrifier l'objectif d'efficience économique, sert à prévenir les crises et contenir les risques systémiques.

1.3. La transparence de l'information dans le monde après Enron

La formule de P.J. Proudhon (« le comptable est le véritable économiste… ») interpelle plus que jamais, à la lumière d'Enron et de beaucoup d'autres affaires relevant de la même catégorie. Sans insister sur les comportements délictueux, on ne peut aujourd'hui faire l'impasse sur la transparence et la pertinence de l'approche comptable, qu'il s'agisse de comptabilité nationale, publique ou privée. Citons juste quelques thèmes essentiels :

• la question des normes comptables internationales. Les Européens ont été sans doute un peu vite en besogne en soulignant les carences des normes américaines. Nous avons aussi les nôtres, et la convergence comptable n'est même pas totalement assurée à l'intérieur du marché unique. Pour 2005, il faudra rapprocher les conventions comptables pratiquées des deux côtés de l'Atlantique. Les forums de concertation et de coopération ne manquent pas. Plutôt que d'en rajouter de nouveaux, il vaudrait mieux renforcer l'efficacité de chacun d'entre eux. Nous y reviendrons ;

• les règles de consolidation (avec lesquelles Enron avait pu prendre, dans le contexte comptable américain, quelques libertés). La consolidation touche aussi bien à la prise en compte conjointe de la maison-mère et des filiales, mais aussi, par exemple, à la connaissance fiable et transparente des opérations dites « hors bilan » à côté de celles figurant dans le bilan ;

• les règles de valorisation des créances et des dettes. Le débat sur la « juste valeur » (*fair value*), en particulier dans sa version intégrale (*full*

fair value) est loin d'être clos. Au plan des principes généraux, on voit bien en quoi une comptabilité aux prix de marché (lorsqu'ils existent, ou lorsque des substituts corrects sont disponibles) rapproche de la réalité des situations, en contraste avec la comptabilité aux coûts historiques. Donc, *a priori*, la « juste valeur » généralisée sert l'objectif de transparence de l'information. Encore faut-il disposer de références de valorisation – y compris dans le cas du « *mark-to-model* » – acceptables et partagées par le plus grand nombre. En même temps, la réévaluation en temps quasi continu de l'actif et du passif des entreprises, des banques, etc. est susceptible d'accentuer la volatilité et l'instabilité. Par exemple, en période de krach sur les marchés financiers (krach sur les actions ou bien sur le marché obligataire), la crise de marché va se propager très vite et en totalité sur les banques pratiquant le « *mark-to-market* », donc la comptabilité aux prix de marché. On rencontre une nouvelle fois le risque d'un arbitrage entre l'exigence de transparence d'un côté, la prévention et la gestion des risques systémiques de l'autre. Et l'on comprend la réticence de certains intermédiaires financiers, en particulier des banques commerciales (par opposition aux banques d'investissement) face à l'IAS 39 et au scénario de la « *full fair value* » sur les investissements financiers, y compris les investissements dérivés, à partir de 2005. Nous pensons que l'application du « *mark-to-market* » doit être adaptée selon les secteurs économiques considérés et même, à l'intérieur d'un secteur donné, en fonction des activités exercées (cf. le clivage évoqué entre la banque commerciale et la banque d'investissement). C'est pourquoi l'IAS 39 doit être renégociée dans le cadre de l'IASB et des progrès sur la convergence comptable en Europe, mais aussi des deux côtés de l'Atlantique ;

• le débat sur la comptabilisation des « survaleurs » (*goodwill*), différences entre le prix d'achat de certaines entreprises et le prix de marché ultérieur. La crise dans le secteur des télécommunications alimente depuis quelques mois les débats sur le traitement comptable de ces survaleurs (pour Vivendi Universal, France Télécom…). En l'espèce, c'est une certaine « sagesse conventionnelle » comptable plus que l'opportunisme financier qui doit prévaloir.

2. La filière du chiffre

2.1. Définition traditionnelle de l'industrie du chiffre

Il est d'usage de désigner par le vocable industrie du chiffre les activités d'expertise-comptable et de commissariat aux comptes ou d'audit comptable. L'audit est appréhendé de nos jours comme un métier à part entière. Sa mission, ses spécificités, sa saisonnalité confèrent à ce travail une place à part dans le monde des affaires. Cependant, à bien des égards, les métiers de l'audit présentent des points communs avec d'autres activités financières.

L'audit s'appréhende comme un secteur à part entière car il présente toutes les caractéristiques d'une industrie *(leaders,* organisation du travail, investissements informatiques, investissements immatériels). Ce secteur est actuellement largement dominé par les « *Fat Fours* » que sont KPMG, Ernst & Young, PWC et Deloitte & Touche. Le fait que l'on se soit interrogé sur les possibilités d'ententes entre ces quatre *leaders* après la disparition d'Arthur Andersen confirme le fait que ce secteur semble présenter les caractéristiques d'un marché pertinent au sens du droit de la concurrence. Cette autonomie s'explique également par l'enjeu crucial pour les entreprises qu'est la vérification de l'information comptable.

Le fait que l'audit soit appréhendé comme un métier propre s'explique également par son histoire. Avant l'apparition des multinationales de l'audit, les opérations de certification des comptes étaient le propre de petits cabinets de commissaires aux comptes indépendants organisés en profession libérale, et qui par ailleurs en tant qu'experts comptables établissent les comptes des petites et moyennes entreprises (alors que les plus grandes entreprises ont elles internalisé l'établissement des comptes au sein de leurs directions financières). Dès lors, les grands cabinets d'audit ne sont jamais que le fruit des regroupements successifs de cabinets de moindre importance. Or les experts-comptables sont organisés au sein d'une corporation professionnelle régie par des règles propres. Les études pour devenir expert-comptable sont longues, professionnalisées et débouchent sur une reconnaissance entre pairs et sur un statut juridique particulier. Les barrières à l'entrée sont donc très importantes dans la mesure où il est nécessaire de justifier d'un titre de commissaire aux comptes ou d'expert-comptable pour accomplir certaines opérations. Cette restriction est imposée par la loi ce qui rend les barrières à l'entrée d'autant plus étanches.

C'est pour ces raisons et parce que le cœur de son métier consiste à manipuler du chiffre que les professionnels assimilent dans leur jargon l'audit à « l'industrie du chiffre ». Cette appellation prend d'ailleurs tout son sens lorsque l'on s'intéresse aux opérations concrètes que nécessite ce métier. Il s'agit en effet de vérifier la quantification des flux de l'entreprise. Les auditeurs étant les premiers lecteurs dans l'ordre chronologique des données de la comptabilité financière, rien d'étonnant à ce qu'on les considère comme étant l'industrie du chiffre.

Cependant, les contours de cette industrie du chiffre restent flous. Si on adopte une analyse industrielle basée sur les produits, on cerne de manière restrictive l'industrie comptable. Certes, l'audit a pour mission principale la certification légale des états financiers des entreprises mais ses *leaders* ont développé une gamme de services et conseils plus étendue (audit des risques, système d'information, conseil juridique, financier, fiscal). Dans le débat sur la régulation financière, cette pluridisciplinarité est en question depuis longtemps. Dans ce contexte il semble difficile de donner un contenu exact au vocable « industrie du chiffre ». C'est pourquoi allons utiliser ici un concept différent, celui de filière du chiffre.

2.2. La filière du chiffre

2.2.1. Définition

La filière du chiffre regroupe toutes les activités qui définissent, vérifient, diffusent ou utilisent l'information comptable à destination des marchés d'actions et des marchés d'obligations.

2.2.1.1. Un ensemble d'activités

Il a été retenu un ensemble d'activités plutôt qu'un ensemble d'entreprises. Raisonner au niveau des activités permet de regrouper toutes les structures économiques participant à la filière, même si le département exerçant cette activité a un poids marginal au sein de son entreprise.

Grâce à leur maîtrise de l'information comptable les différents membres de la filière se positionnent sur une large palette d'activités. Ces activités ont pour point commun d'être un conseil ou un commentaire centré sur les résultats de l'information comptable. Ainsi les agences de notation qui communiquent une note sur chaque émission obligataire expriment une classification qualitative de ces émissions en fonction de leur risque. Tout comme l'ensemble de la filière du chiffre, elles travaillent à la fois pour les entreprises, dont elles facilitent la notoriété des émissions et pour les investisseurs, auxquels elles procurent une clé de lecture. Cette double destination du travail de la filière du chiffre, pour les entreprises et pour les investisseurs, se retrouve systématiquement chez chacune des activités qui la composent et contribue à la définir précisément.

2.2.1.2. Une filière

Le terme de filière est traditionnellement employé pour désigner une succession d'activités intervenant les unes après les autres, *verticalement.* La notion de filière insiste sur l'existence d'une chaîne de valeurs ajoutées successives.

Il est également possible de recourir au terme de filière dans une vision plus large, en lui donnant également une dimension *horizontale*. Ce caractère horizontal naît de la transversalité d'une technologie qui permet d'accéder à différents marchés.

L'intérêt du recours à la notion de filière est aussi d'identifier sa diffusion ou son influence sur d'autres branches de l'économie. Il s'agit ici de mettre en lumière le rôle moteur de la filière du chiffre sur l'ensemble de la finance des entreprises, segment dominant de la finance, branche particulièrement influente de l'économie. Ainsi, par sa maîtrise de l'information comptable, la filière du chiffre tient un rôle déterminant dans la convention dominante sur les marchés et la formation des anticipations. Pour illustrer ce point, on peut se demander s'il y aurait eu une bulle spéculative « nouvelle économie » sans l'enthousiasme des analystes, la myopie des agences de notation, l'amortissement des survaleurs sur très longue période ou l'activation des déficits fiscaux.

2.2.1.3. L'information comptable financière à destination des marchés d'actions et d'obligations

Cette définition intègre toute l'information comptable communiquée aux marchés financiers, à la fois passée et prévisionnelle. Elle comprend donc les états financiers de synthèse (bilan, compte de résultat, tableau de flux et annexes, avec les notes associées), dans leur publication périodique ou intermédiaire ainsi que les éléments comptables prévisionnels (*business plan*) ou anticipés (annonces précédant la publication).

Cette définition exclut les activités consistant en l'établissement, la vérification, la diffusion ou l'utilisation de l'information financière en dehors d'une relation avec les marchés financiers de titres d'entreprises. Ce point pose des difficultés. Cela suppose, puisque nous raisonnons en termes d'activité que le traitement de cette information est différent s'il ne s'adresse pas aux marchés financiers. Et effectivement il l'est. Ainsi, ce sont les marchés financiers qui ont poussé à l'accélération du processus comptable (publication de plus en plus rapide après l'arrêté) et à la publication de situations intermédiaires. L'intérêt de cette restriction quant à la destination de l'information comptable est de placer tout de suite cette réflexion au cœur de l'espace financier. Mais la filière du chiffre peut agir sur les marchés financiers même si elle n'agit pas que sur les marchés financiers. Au contraire, on peut montrer qu'à partir d'une expertise, d'une puissance et d'une renommée acquise sur les sociétés cotées, la filière du chiffre s'intéresse à d'autres secteurs (exemple : l'audit des administrations et collectivités locales ou des sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne).

2.2.2. Description

2.2.2.1. Les activités répondant à cette définition

Les activités répondant à cette définition sont :

- le conseil en architecture comptable ;
- la certification légale des comptes des sociétés cotées ;
- la notation des obligations ;
- l'évaluation des actions pour conseiller l'épargne ;
- l'évaluation des actions pour conseiller les entreprises ;
- l'origination obligation ;
- l'origination action.

2.2.2.2. Finance et information

Au sein de l'économie immatérielle et de l'économie de services, la finance et l'information tiennent une place croissante. En plus de l'infinité d'objets qu'elle peut décrire, l'information a de nombreux visages. Elle est tout à la fois matière première et produit fini, elle peut être mise en avant ou cachée, durable ou temporaire, technique, comptable, économique ou financière.

L'information n'est pas une vérité, elle est une représentation. Elle n'est pas neutre sur son destinataire ni sur son émetteur. L'information oriente et manipule. Elle s'associe toujours à une idée, car les gens ne s'échangent pas des informations brutes, mais des informations utiles à leurs desseins.

La finance est l'industrie des prêts, de l'investissement et de la couverture des risques. Le caractère immatériel et informationnel de la finance est régulièrement mis en avant. Qu'est ce qu'une écriture au sein du système de règlement international ? Un échange de reconnaissance de dette. L'échange d'un consentement, une simple information.

Le moteur de la finance est donc l'information. L'information qui se crée, qui se transmet, qui s'évapore. Cette caractéristique n'est pas réservée à la finance comme elle n'est pas non plus sa caractéristique unique. Les activités financières ont ainsi pour autre caractéristique générale de donner accès ou de transformer les ressources. Le rôle de l'information est tout de même une caractéristique essentielle de la finance. C'est elle qui permet de créer puis d'orienter les décisions de prêt, d'investissement ou de couverture des risques. Il est donc possible de classer chaque activité de l'industrie financière en fonction de sa compétence déterminante qui est la maîtrise d'une certaine catégorie d'information.

2.2.2.3. Typologie de l'information financière

L'information financière peut porter sur trois types d'entités, toutes clientes de la finance et qui sont les trois types de participants à l'économie :

- les particuliers ;
- les entreprises ;
- l'État.

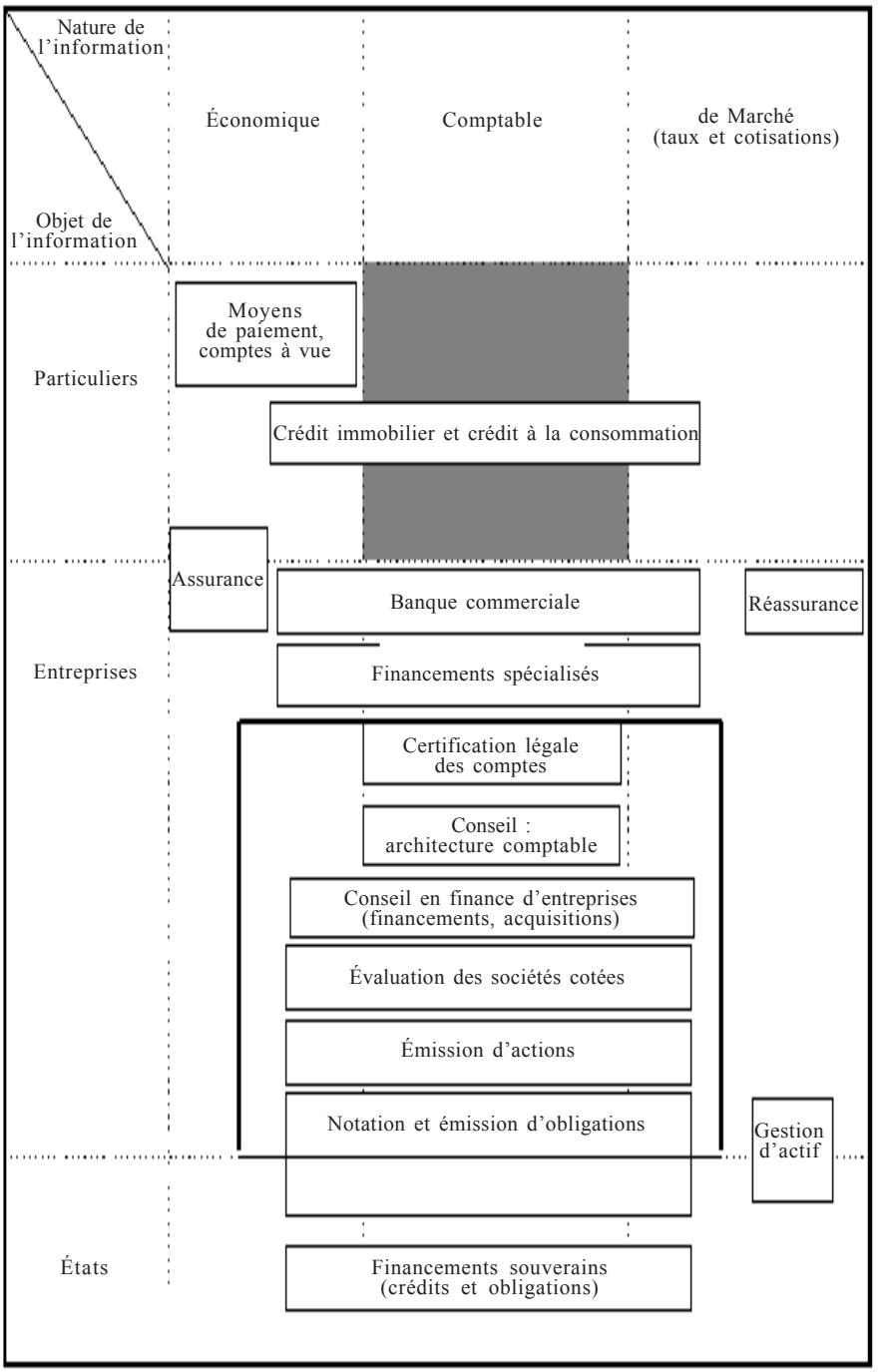
L'information financière est soit de nature :

- économique : elle décrit l'activité d'une entité ;
- comptable : elle est fondée sur les états comptables de synthèse d'une entité ;
- de marché : elle exprime la cotation des titres financiers et les taux.

Par exemple, « Renault a vendu 2,5 millions de véhicules en 2002 » est une information de type économique, « Renault a réalisé en 2002 40 Md• de chiffre d'affaires » est une information comptable et « l'action Renault cote 44 euros » est une information de marché.

Chaque activité financière peut être positionnée au sein d'une matrice décrivant la nature de l'information qu'elle utilise et l'objet de cette information. Ce positionnement ne suffit pas à définir de façon unique une activité. Par exemple, la certification légale des comptes et l'évaluation des sociétés cotées utilisent toutes deux l'information financière de nature comptable et portant sur les entreprises. De même, ce positionnement ne suffit pas à décrire de façon complète une activité. Ainsi, la notation obligataire utilise des informations financières de nature économique, comptable et de marché, portant sur les États et les entreprises.

Position de la filière chiffre au sein de l'industrie financière



Source : Auteurs.

2.2.2.4. Vision informationnelle de la finance et de son cœur : la filière du chiffre

À partir de sa position centrale dans la finance, la filière du chiffre, qui occupe un gros morceau de la case « finance d'entreprise et information comptable » de notre matrice, rayonne vers les autres segments. Non seulement elle « rayonne », c'est-à-dire capte d'autres marchés, mais en plus elle donne le « la », elle est à la pointe des méthodes. Ainsi le corps de la filière est-il bien plus grand que le cœur.

2.2.3. Fonction économique

2.2.3.1. La filière du chiffre, fille de l'anonymat financier

Chaque composante de la filière du chiffre a émergé pour répondre au besoin de connaissance de l'épargnant anonyme (actionnaire ou obligataire, individu ou institutionnel), éloigné de la marche de l'entreprise. Anonyme parce qu'interchangeable, non nécessaire en tant qu'individu à la bonne marche de l'entreprise. Cette naissance a pris des formes multiples selon les catégories de l'épargne à informer.

Le pas juridique décisif est franchi avec la création des sociétés par actions, incitant les épargnants à financer les entreprises dont ils peuvent céder des parts de capital qui ne sont pas liées à la personne de l'associé. La création de la société anonyme s'effectue en France en 1807 et à la même époque aux États-Unis et au Royaume-Uni, où elle prend un essor plus considérable.

Historiquement, l'auditeur n'est pas le premier contrôleur et les différentes formes d'état ont eu recours abondamment à des fonctions de contrôle(2). La spécificité du métier d'audit, la certification des comptes des entreprises, devra attendre la société anonyme. L'auditeur est l'instrument du contrôle des comptes pour des actionnaires qui s'éloignent de la gestion de l'entreprise. La scission de la firme décrite par la pensée classique et le modèle néo-classique, l'entrepreneur-capitaliste, donne naissance à l'audit, certificateur des comptes de la société anonyme. La forme la plus achevée de cet anonymat étant les marchés financiers de titres d'entreprises, auxquels les sociétés d'audit doivent leur essor.

Les agences de notation et les analystes doivent leur naissance à cette même relation anonyme qui unit investisseurs financiers et entreprises (Lorenzi, Plisson et Segretain, 2003). Tout d'abord dans l'effervescence économique de l'Amérique du XIX^{e} siècle se créent diverses sociétés faisant commerce d'informations financières et commerciales pour apprécier la qualité de crédit des fournisseurs et des clients. Puis la multiplication des émissions obligataires de chemin de fer rendit plus impérieuse encore le besoin d'information financière. D'où l'émergence de sociétés publiant des

(2) Toutes les organisations économiques ou étatiques ont toujours dû produire des informations afin de rendre compte de leur gestion. Les *missi dominici* institués par Charlemagne n'avaient pas d'autre tâche que de vérifier la gestion des vassaux de l'Empereur. On retrouve également ce souci de contrôle des entités étatiques avec la création de la Chambre des comptes par Saint Louis en 1256.

journaux spécialisés (1832 : *The American Railroad Journal*), puis des annuaires de statistiques (1868 : *Poor's Manual of the Railroads of the United States*) et enfin vendant l'analyse, sous la forme d'une note, en même temps que l'information brute (John Moody : 1909).

Du côté du marché des actions, la volatilité supérieure de ces titres est un facteur supplémentaire expliquant le besoin d'analyse. Celui-ci passa d'abord par la création d'indices (premier indice Dow Jones en 1884). Puis les agents de change intégrèrent cette activité dont la méthodologie s'outilla vraiment au milieu du XX^{e} siècle avec les progrès de la normalisation comptable et les premier ouvrages de référence comme *Security Analysis, Principles and Techniques* de Graham et Dodd (1951).

Notation et analyse action ont en commun de donner à l'épargne les éléments de lecture des grands mouvements stratégiques initiés par la banque d'affaires. Ainsi elles ont en commun de faire bénéficier à tous d'une information privilégiée parce que réfléchie, comme la possède les banquiers. Elles représentent pour l'épargne un guide, une référence « à dire d'experts » qui n'est pas intéressée au résultat de sa destination ; alors que les banquiers mettent leur réputation et leur capital en jeu dans les émissions qu'ils souscrivent, accréditent puis redistribuent. Mais elles ont en commun réciproquement et paradoxalement d'être historiquement intimement liées à la banque d'affaires. Aux États-Unis l'analyse action est crée à la fois par les banques d'investissement et les agents de change. En Europe l'analyse action se développe après la Seconde Guerre mondiale chez les courtiers et en même temps chez les banquiers, en tant que gérant institutionnels et émetteurs. Surtout les analystes et les noteurs ont en commun de recourir au même « actif » que le banquier d'affaires du XIX^{e} siècle : la réputation. Si on a acheté dans les États-Unis du XIX^{e} siècle des titres sur la foi de la qualité du banquier souscripteur et distributeur, on les achètera au XX^{e} siècle sur la réputation des agences et des analystes qui les recom-mandent.

2.2.3.2. La filière du chiffre vit des asymétries d'information

L'auditeur vérifie la comptabilité, outil de contrôle

La création de la société anonyme au XIX^{e} siècle a séparé la direction de l'entreprise et la propriété du capital. Avec le perfectionnement des états financiers, bilan et compte de résultat, la comptabilité s'est vue décernée une nouvelle fonction, celle d'instrument de contrôle du management, par l'actionnaire.

À la suite des travaux de Berle et Means sur la firme managériale (1932), puis de Jensen (1976), on formalise les relations entre dirigeants et actionnaires dans le cadre de la théorie de l'agence. Ainsi l'audit répond au besoin

de vérification de comptabilité tel qu'il apparaît lorsque l'agent doit rendre des comptes au principal. La croissance de l'audit sur longue période répond à un *désir accru de comptabilité* (Pentland, 2000), qui a deux justifications, la diffusion de la société anonyme et cotée et le bénéfice économique du contrôle. Tant que le coût marginal du contrôle sera moindre que celui du gaspillage des ressources du principal, il y a une justification économique lourde à la hausse de la demande d'audit.

Le marché des asymétries d'information

La relation d'agence est engendrée par la délégation de pouvoir et les asymétries d'information entre le principal et l'agent. Les dirigeants ont par hypothèse une connaissance de leurs perspectives la plus complète possible, supérieure à celle du public. C'est pourquoi chaque information divulguée par le management est un signal contribuant à la formation des prix. La filière du chiffre intervient dans la transmission de ces connaissances.

Les auditeurs produisent avec les directions financière et grâce au prisme de la normalisation comptable, une interprétation des données comptables à disposition du management, elle-même une interprétation de la réalité de telle sorte que d'autres n'auront pas besoin de se préoccuper des détails. Ils sont un pont entre la réalité du monde et sa représentation.

Les analystes obligation et action vivent de la diffusion et de l'interprétation de ces données vers les marchés. Ils bénéficient par ailleurs d'une information privilégiée qu'ils répercutent pour les premiers et vendent pour les seconds. Ainsi la vocation existentielle des agences de notation est de « percer le brouillard des asymétries d'information sur le marché des obligations » (White, 2001).

2.2.3.3. Similitudes de comportement

Une rhétorique scientiste

Les auditeurs partagent avec les autres membres de la filière du chiffre une posture pseudo-scientifique[3]. Ils effectuent des « tests » et des « échantillonnages » afin d'obtenir des conclusions « objectives ». Malheureusement le protocole de l'audit n'est pas stable ni contrôlé à son tour et le résultat est conditionné par des données contextuelles (les résultats des années précédentes). De plus l'influence de l'observateur sur le phénomène est grande. L'auditeur agit sur les procédés et les systèmes d'information, il colonise l'organisation qui doit intégrer ses propres valeurs. De même avec la règle du 15 % de retour sur fonds propre, les valeurs des analystes financiers se sont diffusées vers les entreprises. Or la rentabilité du marché action est à l'échelle du siècle de 10 % et la poursuite de l'objectif sacralisé

(3) Power (1979) parle de « l'obscure nature épistémologique de l'audit ».

des 15 %, intenable à long terme, a eu des conséquences désastreuses (surendettement pour parier sur l'effet de levier, manipulations comptables…) (Cohen, 2002).

Par ailleurs, les professionnels du chiffre ont tendance à multiplier les méthodologies, sans souci de cohérence. Ainsi il est courant dans la même étude boursière de voir un analyste obtenir deux évaluations différentes à partir des *cash-flow* actualisés ou d'une approche par la création de valeur. Or dans la plupart des manuels de finance figure la démonstration de l'identité de ces deux méthodes. Enfin, les professionnels du chiffre ont le souci constant de leur marketing personnel et de la minimisation de leur prise de risque. Pour ce faire, ils dissimulent la relative simplicité de leurs connaissances dans une boîte noire censée recueillir leurs secrets de fabrication.

Une culture anglo-saxonne

La finance anglo-saxonne détient un *leadership* mondial multiséculaire. Il s'est d'abord caractérisé par les volumes en jeu, relativement à ceux drainés par la finance allemande, helvétique, italienne, espagnole ou française. Depuis deux ou trois décennies l'internationalisation de la finance s'accompagne d'une diffusion de sa langue véhiculaire, l'anglais.

Cette diffusion est aussi culturelle, elle touche les concepts (primauté à la trésorerie et aux horizons immédiats), les choix de vie (la réussite financière plutôt que le projet ou la vocation), la communication (primauté de la forme sur le fond et la méthode), le vocabulaire (chaque phrase contient une locution anglaise), les attitudes (une cordialité universelle mais superficielle) et même les costumes (à rayures). Cette culture est partagée non seulement par les organisations mais aussi par l'ensemble des salariés de l'industrie du chiffre, dont la formation – école de commerce et de management – et les premières expériences professionnelles – junior en audit et en banque d'investissement – sont très homogènes à l'échelle de la planète.

2.2.3.3. La comptabilité : outil de travail de la filière du chiffre

La comptabilité apparaît comme le critère de vérité de la filière du chiffre. Le bilan, le compte de résultat et le tableau de flux de trésorerie sont ainsi les documents obligés de toute discussion impliquant un participant de la filière du chiffre. Les professionnels du chiffre basent toute leur action sur ces états comptables de synthèse, relativement limités dans leur portée et leur signification et constituant la partie émergée de l'iceberg de données qui permet d'apprécier la performance d'une entreprise. À partir de ces documents, les professionnels tentent d'asseoir jugements et pré-visions.

Cet outil comptable s'est beaucoup développé au cours de l'histoire. Aujourd'hui la profusion de données publiées (annexe, engagements hors bilan, ventilation par activité) ne réduit pas forcément les asymétries d'information, car la communication n'en est pas aisée et la synthèse difficile. Par principe du fonctionnement des affaires le management ne peut pas communiquer le fond de son diagnostic sur l'entreprise et ses projets, dans

toute sa clarté. Par contre cette profusion de données comptables est la matière première des industriels du chiffre qui les définissent et les vérifient, les communiquent, les utilisent, les manipulent et commentent pour intervenir sur les marchés d'actions et d'obligations.

3. La structuration de l'espace financier européen par le chiffre

3.1. L'effet d'entraînement de la filière du chiffre

3.1.1. Des oligopoles dominants

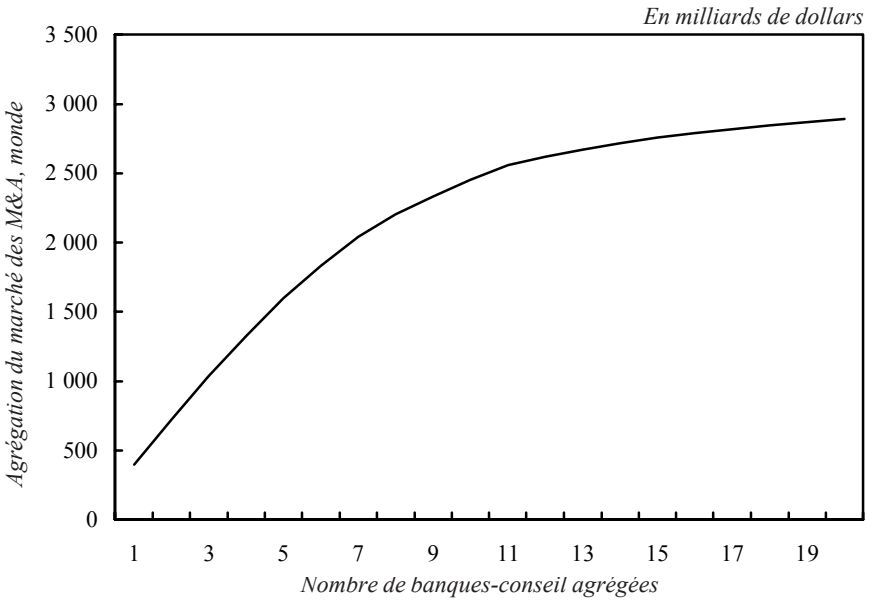
3.1.1.1. Un mouvement de concentration enfin achevé ?

Les grands cabinets d'audit sont passés des Big 8 aux Fat 4 (PriceWaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young, Deloitte) des années soixante-dix à aujourd'hui. Chacune de ces entreprises compte plus de 100 000 collaborateurs. Ce mouvement de concentration s'est accompagné d'un élargissement des domaines d'activités (op. cit. Lorenzi, Plisson et Segretain, 2003). Même si la fin des années quatre-vingt-dix a vu l'exclusion des activités systèmes d'information ou conseil en organisation (création d'Accenture, de Bearing Point par scission d'Arthur Andersen et KPMG respectivement ; cession à Cap Gemini pour Ernst & Young Conseil), l'activité de certification légale des comptes plus l'expertise-comptable n'ont compté en 2001 que pour seulement 50 % du chiffre d'affaires de PriceWaterhouseCoopers ou Deloitte Touche Tomasu. Les grandes cabinets d'audit se sont donc appuyés sur leurs missions originelles pour développer d'autres activités : le conseil juridique et fiscal, le conseil financier aux entreprises (fusions-acquisitions, restructuration), le conseil en management.

Quel sera le devenir de ces *leaders*, dans leurs activités et leur nombre ? Va t-on assister à la naissance des Great 3 ou des Huge 2 voire de Global 1 ? La naissance de Great 3 dépend de la véhémence des autorités antitrust, celle des Huge 2 est inimaginable. Quant à Global 1 il correspondrait à une nationalisation ou à une judiciarisation de l'audit. Va t-on vers l'interdiction définitive de la multidisciplinarité des auditeurs ? Non, ni en France la loi de sécurité financière, ni aux États-Unis la loi Sarbanes-Oxley, ne prévoient ce genre de disposition.

L'oligopole de la notation obligataire s'est construit différemment, non par concentration sur un marché mais par croissance sur un marché encore mineur en 1970. Aujourd'hui les trois *leaders* de la notation obligataire détiennent 90 % d'un marché qu'ils ont créé. L'essor de Fitch par regroupement d'agences de notation de moindre importance dans les années quatre-vingt-dix ne s'est pas fait au détriment de la croissance de Moody's et de Standard & Poor's.

Agrégation du marché mondial des fusions et acquisitions (M&A) (valeur des opérations) par banque-conseil, en 2002



Source : D'après Dealogic, M&A Review 2002.

Le jeu concurrentiel dans la banque d'investissement est plus ouvert. Si la domination des grandes banques américaines est certaine, les autres acteurs sont néanmoins nombreux et de tailles conséquentes. Quant on s'intéresse plus spécifiquement au marché des fusions acquisitions, qui est le segment de la banque d'investissement qui s'intègre le mieux dans notre définition de la filière du chiffre, compte tenu de son recours constant aux techniques d'évaluation des actions, on retrouve cette nette domination des *leaders*. Ainsi en 2002, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch et JP Morgan sont les *leaders* à la fois sur le marché mondial, sur les segments américain et européen. À eux quatre ils engrangent en valeur 46 % des opérations réalisées pendant l'année par les vingt plus gros opérateurs. Quant on voit que le vingtième opérateur réalise un vingtième de l'activité du premier, on peut faire l'approximation que les quatre ou cinq *leaders* du marché engrangent la moitié du marché total.

Finalement au sein de la filière du chiffre, il n'y a que le marché secondaire action qui ne soit pas caractérisé par un oligopole dominant. C'est le seul segment de la filière du chiffre dans lequel les acteurs locaux ont conservé à la fois leur diversité et leur prépondérance. Ainsi la Société générale (11 % du marché secondaire action en 2002) et BNP-Paribas (8 %) ont relégué CAI – Chevreux de Virieu ou CL – Cholet Dupond en tête du classement. Les grandes banques américaines ont fait une percée Morgan Stanley (8 %), Goldman Sachs (4 %), mais dans la plupart des pays européens les acteurs locaux restent pour le moment dominants.

3.1.2. Une filière en pointe au sein de l'industrie financière

3.1.2.1. L'aura de la filière du chiffre

L'aura de cette filière sur les individus tient à sa capacité à générer des rémunérations et bonus élevés. À Paris, un chargé d'affaires en fusions et acquisitions, un analyste action ou obligation, commence sa carrière à la sortie de l'école à 35000 euros. Surtout son bonus représente entre 20 et 100 % de ce salaire fixe. Par la suite le rythme de progression est élevé, il est normal de gagner 150 000 euros passée la trentaine et ainsi de suite jusqu'aux stars de ces métiers qui gagnent des dizaines de millions de dollars (plus fréquemment à Londres et New York qu'à Paris il est vrai). Mais ces rémunérations ne sont pas le propre de la filière du chiffre, plutôt celui de la haute finance d'entreprise (celle qui se porte vers les marchés) et de la finance de marché (traders, gérants…). Les rémunérations des auditeurs sont elles aussi confortables, mais se comparent plus facilement avec celles en usage dans les entreprises industrielles et commerciales, où la plupart des auditeurs finiront d'ailleurs leur carrière au sein des directions financières. L'aura des rémunérations des grands financiers est un signe distinctif d'appartenance qui plane sur l'ensemble des professionnels du chiffre.

L'attrait de cette filière sur les banques tient à la rentabilité élevée des émissions actions et obligations, de l'animation des marchés secondaires et des activités de fusions et acquisitions (surtout pour les *leaders*). Ainsi, pour la seule activité de fusions-acquisitions, les commissions brutes au niveau mondial se montent à plusieurs dizaines de milliards de dollars par an. Par ailleurs l'attrait de ce segment tient aux synergies commerciales qu'il induit sur les autres activités bancaires (financements et émissions d'acquisition par exemple) ainsi qu'à la relation spéciale que le conseil permet d'entretenir avec les entreprises.

3.1.2.2. L'effet d'entraînement de la filière du chiffre

La filière du chiffre est au cœur de la décision d'investissement des épargnants et des entreprises. Elle l'est parce qu'au moyen de la comptabilité elle quantifie la performance économique des entreprises, la véhicule et la commente à l'intention de l'épargne individuelle et institutionnelle. Son spectre d'analyse se diffuse à mesure que s'étend le rôle des marchés financiers. Sa langue passe à l'ensemble de l'économie. Un concept aussi riche et divers que celui de valeur est ainsi devenu, par le poids de la filière du chiffre, synonyme de la plus-value boursière (par ailleurs respectable). La mesure du succès de la filière du chiffre doit se faire à l'aune de l'utilisation de ses concepts, de ses méthodes, par les dirigeants et par les journalistes.

3.1.3. Diffusion de la langue de la filière du chiffre à l'économie[4]

La filière du chiffre a progressivement investit les organes de normalisation comptable, privilège du régulateur. Dans ce rôle se sont les experts-comptables et les commissaires aux comptes qui tiennent les avant-postes de la filière du chiffre.

(4) Voir le complément de Plisson et Segretain.

3.1.3.1. La filière du chiffre maîtresse de la normalisation comptable

La normalisation comptable française, privilège de l'État

Depuis Colbert l'obligation de tenir des livres de comptes est un moyen de contrôle social et de coercition fiscal. « La normalisation comptable anglophone et l'information financière correspondante cherchent à régler les relations entre les différents acteurs sur les marchés réels et financiers, tandis qu'en France elles cherchent à régler les relations entre les citoyens et l'État » (Scheid et Standish, 1989, p. 89). Cette dernière vision est cependant simplifiée et un peu exagérée.

La tradition comptable française est tournée, vers l'État et vers les propriétaires. Elle est aussi tournée vers les créanciers, salariés et surtout fournisseurs et banquiers. Le droit attribue la richesse des entreprises à leurs propriétaires, mais la normalisation comptable française traditionnelle tente de la minorer pour ne pas abuser les créanciers. Pour ce faire les actifs ne doivent pas être exagérés ni les passifs minorés. C'est le principe de prudence que ne connaissent pas les comptabilités anglophones, auquel elles préfèrent celui d'image fidèle qui lui est souvent contradictoire. Ainsi, en France, l'actif ne recense que les biens dont l'entreprise est propriétaire et pas ceux qui ont une utilité économique (matériels en crédit-bail), et les comptabilise aux coûts historiques d'acquisition.

Aux États-Unis, une normalisation de professionnels

La normalisation comptable américaine a pris son véritable essor après la crise de 1929, qui fut aussi une crise de l'information comptable. De véritables reproches pouvaient alors être formulés à l'encontre de la profession comptable libérale qui n'avait pas su informer sur l'état réel des affaires. C'est pourquoi, à sa création en 1933, on donna à la Security and Exchange Commission le pouvoir de surveiller et de réglementer la production d'informations comptables des sociétés cotées. La SEC délégua donc son pouvoir à des organismes créés par l'*American Institute of Certified Public Accountants* pour établir les *US Generally Accepted Accounting Principles*. Ce fût la tâche successivement du *Committee on Accounting Procedures* (1937-1959) puis de l'*Accounting Principles Board* (1959-1973). Ce dernier organisme critiqué pour la domination en son sein des experts-comptables et pour la qualité de sa normalisation fût remplacé en 1973 par le FASB, émanation de l'AICPA mais aussi d'utilisateurs et de préparateurs des comptes.

Le revirement européen

En 1973 également est fondé à Londres l'International Accounting Standard Committee, organisation de droit privé regroupant les professionnels. On peut y voir une tentative de contrer le processus européen d'harmonisation des normes comptables. Son organisation a été remaniée en 2001 et est désormais proche du schéma juridique du FASB. Elle comprend une fondation privée basée aux États-Unis contrôlant le « board » basé à Londres. La

fondation comporte dix-neuf *trustee* (six européens, six nord-américains, quatre asiatiques et australiens) dont huit (cinq experts-comptables, un directeur financier, un investisseur, un professeur) nommés par des organisations internationales de professionnels dans le cadre d'une consultation formelle et onze en-dehors de cette consultation. Elle choisit les douze membres du *Board*. Au sein du *Board*, un équilibre est prévu entre les différentes professions mais pas entre les nationalités.

La force du référentiel IAS est d'avoir été adopté par l'Union européenne par un règlement s'appliquant dès 2005(5) pour les comptes consolidés de l'ensemble des sociétés cotées. Réciproquement, l'Union européenne en se donnant un droit de veto – exercé suivant l'avis de l'EFRAG – sur l'applicabilité de chacune des normes du référentiel, pense influencer leur élaboration. Cette stratégie est fondée par le désir d'amener les normes américaines sur ce terrain, plutôt que de voir les entreprises européennes adopter le référentiel des US GAAP en allant se coter à New York. Cette stratégie est une stratégie de négociation, alors qu'un référentiel comptable devrait par définition être un tout cohérent, qu'il convient de refuser ou d'accepter en bloc. Ainsi le règlement européen prévoit l'application de toutes les normes existantes à cette date. D'emblée il est convenu de passer à un référentiel comptable incomplet !

L'Union européenne a donc abandonné le chemin d'une normalisation comptable européenne qu'elle avait suivi dans les années soixante-dix et quatre-vingt au moyen de deux directives(6). Ce revirement s'est opéré à partir d'une communication du 14/11/95 de la Commission intitulée « Harmonisation comptable : une nouvelle stratégie vis-à-vis de l'harmonisation internationale » qui préconise l'usage des normes IAS.

L'Union européenne s'en remet donc à une institution extérieure pour édicter sa loi comptable, qui plus est une institution privée, contrôlée par des personnes physiques ne rendant compte que devant le succès de leur normalisation et qui sont d'anciens auditeurs des cabinets internationaux. L'IASB édicte ses normes, de portée universelle, avec un contrôle politique *a posteriori* par l'Union européenne. Comme l'IASB ne peut pas prendre le risque d'un rejet d'une norme, il y a tout de même un dialogue en amont avec les normalisateurs nationaux (Conseil national de la comptabilité) et les organisations professionnelles (MEDEF, Comité européen des assurances…).

L'IASB n'est pas représentative de la diversité de l'Union européenne puisque la majorité des membres du board de l'IASB sont d'origine anglo-

(5) En février 2001, la Commission européenne a proposé d'imposer l'adoption des normes IFRS à compter du 1er janvier 2005 aux sociétés cotées et à compter du 1er janvier 2007 aux sociétés faisant appel public à l'épargne. Cette proposition a été approuvée par le Parlement européen en mars 2002 et par le Conseil des ministres européens en juin 2002. Les États membres auront la possibilité d'étendre l'obligation aux autres sociétés.

(6) La 4e (1978) relative aux comptes des sociétés a créé l'annexe et diffusé le principe anglo-saxon d'image fidèle, la 7e est relative aux comptes consolidés.

saxonne. Bien qu'il existe une forte résistance américaine aux normes IAS orchestrée par certains chefs d'entreprise appréciant les libertés des normes US GAAP, les normes IAS représentent une vision comptable anglo-saxonne, poussée par les marchés financiers. Souhaité par les grands cabinets d'audit, le rapprochement des normes américaines GAAP et IFRS (anciennement IAS) se précise. Un protocole d'accord a été signé en octobre 2002 à Londres prévoyant l'intention de résorber les divergences existant entre les deux référentiels. Jusqu'en 2005 les ajustements porteront sur des points mineurs ; les sujets qui fâchent, comme la valorisation des instruments financiers, sont renvoyés au-delà. Dans sa confrontation ou sa coopération avec l'IASB, le FASB adopte une approche par le bas. Disposant d'une normalisation et de moyens plus abondants que l'IASB, il compte s'approprier la normalisation IFRS au cours des débats techniques.

3.1.3.2. La bataille des normes est toujours en cours

Les comptabilités française, allemande, espagnole, belge… présentent des disparités certaines. Ainsi les états financiers des sociétés allemandes non cotées sont la plupart du temps tout simplement inaccessibles[7], contrairement aux états financiers des sociétés françaises. En cela le modèle comptable anglo-saxon prônant une transparence accrue, en l'espèce pour informer les actionnaires, a aussi ses qualités.

Malgré ces différences, ces comptabilités de tradition continentale ont en commun de ne pas s'adresser principalement aux marchés financiers, mais à un ensemble plus vaste de partenaires, et c'est en cela qu'on les qualifie de partenariales. La comptabilité française s'adresse principalement à l'État, aux propriétaires et aux banques. Elle permet le calcul de l'impôt, elle est un outil du contrôle prudentiel[8] dans le cas des institutions financières et donne un aperçu a minima du patrimoine de l'entreprise. La gouvernance allemande, tournée vers les banques, les actionnaires familiaux et les salariés, cultive un certain goût du secret et donne moins d'importance à la comptabilité financière.

Est-ce la fin de la langue comptable européenne globalement partenariale et prudente et qui s'exprime dans la plupart des états d'Europe continentale ? Globalement oui. Mais il est possible d'influer sur le processus de normalisation comptable en cours. Ainsi, les banquiers et les assureurs européens se mobilisent pour peser sur le processus de construction des normes

(7) Il est donc assez difficile pour une banque étrangère de pénétrer le marché du conseil ou du financement en Allemagne.

(8) La comptabilité sociale des entreprises servant au fisc pour le calcul de l'impôt sur les sociétés et aux institutions chargées du suivi macroéconomique et prudentiel (INSEE, Commission de contrôle des assurances, Banque de France, Commission bancaire), il est probable qu'elle reste en normes françaises tant que ces missions ne seront pas européanisées, ce qui n'est pas prévu pour le moment.

en cours, en particulier pour adapter la comptabilisation des instruments financiers en valeur de marché (IAS 39). Cette mobilisation ne se fait pas au nom d'une vision partenariale de la comptabilité, mais au nom de la spécificité de l'activité économique[9] des institutions financières et de la défense des intérêts, politiques et pratiques en place dans ces industries. Dans la banque et l'assurance, dans la mesure où la part du calcul relativement au simple enregistrement dans l'établissement de la performance est énorme[10], les marges de manœuvre des dirigeants dans la formation du résultat sont très élevées, encore plus que pour une entreprise industrielle, commerciale ou de services non financiers. Le résultat de cette mobilisation est que la *full fair value* semble écartée[11] pour le moment, c'est-à-dire que la norme d'évaluation des actifs et passifs financiers sera mixte, mêlant enregistrement en coûts historiques (en anglais des IAS *: amortized costs)* et en valeur de marché[12], selon les catégories d'actifs (titres, portefeuille de créance ou d'assurés) et leur destination (produit destiné à être conservé jusqu'au terme des flux ou d'être négocié à tout moment).

Ces différents arbitrages font l'objet actuellement de négociations ardues[13] entre l'IASB et les préparateurs (entreprises), vérificateurs (auditeurs), utilisateurs (banquiers et analystes) et régulateurs. Compte tenu de notre définition, il faut constater une très large présence de la filière du chiffre à la table des débats, alors que sa propre régulation est aujourd'hui en question.

(9) La comptabilité actuelle permet aux banquiers et assureurs d'unir la comptabilisation de chaque passif à celle de l'actif qui le couvre, alors que le référentiel IAS ne reconnaît pas une spécificité comptable à quelque secteur (éventuellement à des produits) que ce soit et pousse à comptabiliser l'ensemble des actifs d'un coté et l'ensemble des passifs de l'autre. Qui plus est, dans le cas de l'assurance, la proposition de l'IASB de comptabiliser provisoirement selon des référentiels différents l'actif (en normes IAS) et le passif (en normes locales) va à l'encontre non seulement de la nature de cette activité, mais en plus des principes élémentaires de cohérence comptable.

(10) En ce qui concerne l'assurance, les provisions techniques correspondant aux dettes vis-à-vis des assurés, sont calculées en fonction d'hypothèses de sinistralité, de mortalité, de taux d'intérêt… et représentent 80 % du bilan.

(11) The Geneva Association (2003) : *« the financial instrument project has evolved into a mixed measurement system… which will be in place for a considerable time…hence (full) fair value is now on the long-term agenda »,* p. 12.

(12) Derrière la notion de valeur de marché se cache des modalités très diverses : valeur de marché donnée par un marché ou valeur de marché recalculée, dans ce dernier cas soit en tenant compte des spécificités de l'instrument financier pour l'entreprise qui le détient *(entity specific value)* ou en se plaçant d'un point de vue externe *(fair value).*

(13) Ces négociations sont d'autant plus ardues que les modèles de valorisation en valeur de marché des portefeuilles et des engagements clients dans la banque ou l'assurance ne sont pas prêts et ne le seront sans doute pas pour établir les pro forma IAS en 2004.

3.2. Limites actuelles de la régulation

3.2.1. Le contexte de la régulation de la filière du chiffre

La relation étrange qui unit les auditeurs et les agences de notation à leurs clients, où les contrôlés paient les contrôleurs génère une abondante littérature sur les modalités que doit prendre la régulation pour aménager ce paradoxe. Cette littérature est globalement très accommodante et ne remet pas en cause l'existence même de cette relation.

3.2.1.1. La question de l'indépendance et de la compétence : le cas de l'audit

La compétence est *a priori* ce qui permet à l'auditeur d'identifier les défauts de la comptabilité de son client. L'indépendance est *a priori* la vertu qui le conduira à rendre public ces défauts, alors que ce n'est pas *a priori* l'intérêt du management de la firme qui l'a choisi et le rémunère. Cependant peut-on dire d'un auditeur qui ne fait pas son travail, c'est-à-dire qui ne rend pas public les erreurs d'une comptabilité, qu'il est compétent ? Non. Inversement peut-on dire d'un auditeur qui se laisse facilement berner par un management peu scrupuleux qu'il est indépendant ? Non plus. Indépendance et compétence sont donc les deux qualités cardinales de l'auditeur, chacune condition nécessaire à l'autre.

C'est bien dans cette dialectique que s'articule le débat récurrent et pluri-décennal sur la multidisciplinarité des auditeurs. Clairement la multidisciplinarité génère des conflits d'intérêts entre la mission de vérification légale et les rémunératrices missions de conseil. Au contraire et de façon moins claire, les missions de conseil procureraient à l'auditeur la nécessaire compétence lui permettant d'exercer sa mission d'audit.

Si l'auditeur participe à l'élaboration de la stratégie juridique, financière ou fiscale de la firme, il perd du recul pour qualifier ce qu'il a lui même crée. De plus, une empathie peut se créer avec le management. Surtout la dépendance économique de l'auditeur se renforce à proportion des marges confortables des missions de conseil. Au total la capacité de jugement de l'auditeur est atteinte, en particulier quand il faudra rendre des arbitrages délicats. C'est bien la dépendance économique l'élément crucial, exprimée par le différentiel de rentabilité entre les missions de conseil et d'audit, l'impératif commercial des premières l'emportant sur la qualité doctrinale des secondes.

L'argumentation en faveur de la multidisciplinarité surprend tant par sa faiblesse et ses contradictions que par la foi affichée de ceux qui la véhiculent. On retrouve la question de la compétence. Les missions de conseil seraient bénéfiques à la qualité de la mission d'audit, en ce qu'elles permettraient à l'auditeur d'accéder à une connaissance meilleure de l'activité de la firme (Grout, Jewitt, Pong et Whittington, 1994). C'est tout d'abord reconnaître que l'audit ne possède pas de méthodologie propre, lui permettant de vérifier si les normes comptables sont bien appliquées. C'est en plus

admettre que les murailles de Chine censées séparer l'audit du conseil portent bien leur nom et ne sont pas étanches, puisque les équipes d'audit peuvent bénéficier de l'expérience des secondes, en échange de quoi elles hériteront aussi de leurs impératifs. Tout comme tracer des frontières à l'intérieur d'un pays, instaurer des séparations au sein d'une même firme est incohérent. Mais au fond ce n'est pas tant la question de la possibilité de l'étanchéité entre le conseil et l'audit que celle de son intérêt que se posent les tenants de la multidisciplinarité Ils reconnaissent par là même accepter un certain risque de conflit d'intérêt, au nom de la qualité de l'audit ou au nom de la dynamique économique de leur métier.

Dès lors, la pensée à vocation régulatrice s'interroge sur les modalités pratiques de l'optimisation du couple compétence/indépendance. En particulier, la durée du mandat ou le nombre de commissaires aux comptes sont des leviers pour aménager la relation contrôleur-contrôlé. Sur le premier point on peut expliquer qu'un mandat long augmente la probabilité de complaisance de l'auditeur. On peut tout aussi bien expliquer le contraire ; c'est-à-dire que des mandats de longue durée contribuent à hisser l'expertise technique des équipes en place. Tout l'art de n'importe quelle régulation se plaçant dans cette dialectique est de faire croire qu'elle exprime la forme la plus achevée du juste milieu.

3.2.1.2. Objet traditionnel de la recherche sur les activités de banque d'investissement

Ces segments sont en général appréhendés dans le but de renseigner l'action des autorités de surveillance du jeu concurrentiel, pour expliquer la forte position concurrentielle des *leaders* ou pour étudier l'utilité économique des métiers.

Ainsi une polémique nourrie a alimenté le *Journal of Financial Economics* et le *Journal of Finance* à propos de la tarification systématiquement adoptée par les banquiers américains lors des introductions en bourse, soit 7 % des capitaux drainés. La question était en l'espèce de savoir si ce marché est l'objet d'une entente ou si cette tarification est optimale. Cette dernière opinion s'appuyant sur la théorie des contrats efficients pour justifier une compétition sur la réputation, la qualité du placement et le niveau de prix des titres placés, plutôt qu'une compétition sur les tarifs pratiqués.

Un autre objet traditionnel de publication est d'expliquer la position concurrentielle des firmes, en particulier d'interroger les raisons de la domination des *leaders*. Pointe dans ces débats la question de l'utilité économique des métiers considérés, puisque les *leaders* sont censés répondre le mieux aux attentes du marché. Ce débat est particulièrement vif pour le conseil en fusions et acquisitions, dans la mesure où l'intérêt de recourir à une opération de croissance externe n'est souvent pas avéré – la création de valeur pour l'actionnaire de l'acquéreur lors d'une transaction est nulle en moyenne.

3.2.1.3. Les animateurs de la filière chiffre forment un triple oligopole

Comme dans la plupart des secteurs, la dynamique concurrentielle de l'industrie du chiffre mène à l'oligopole. Il est ici triple, c'est celui des *Fat Fours* dans l'audit, celui de Moody's, Standard & Poors et Fitch dans la notation et celui réunissant les grandes banques d'affaires américaines.

La formation de ces oligopoles serait justifiée, puisque fondée sur les niveaux d'investissements immatériels supérieurs consentis par les *leaders*. Cœur de ces investissements, la réputation. Réputation de l'agence de notation qui anticipe les faillites, réputation de l'auditeur qui saura dévoiler les fraudes, réputation du banquier qui propose des investissements solides. Mais qu'est-ce que la réputation ? C'est une notoriété positive acquise dans le temps, dans une étendue géographique et humaine donnée. C'est un acquis de la durée et de la diffusion de son travail. Mais nombreuses sont les entreprises multi-décennales voire multiséculaires qui travaillent très bien et n'en tirent pas de justification pour une rente. La réputation n'est donc pas forcément le résultat d'un investissement, mais plutôt celui d'une domination.

Pour soutenir l'opinion inverse il faudrait considérer que les banquiers, les agences de notation et les auditeurs font travailler leurs équipes dans l'intention d' « immobiliser » leur travail. Du simple fait que celles-ci travaillent bien, on ne peut en déduire que leur entreprise investisse.

Les industries de la filière du chiffre forment des oligopoles et en tirent avantage pour verser des rémunérations ahurissantes et des profits élevés. Quelle intervention des autorités anti-trust ? Combien de démantèlements forcés ? Aucun et le mouvement de concentration continue. Au contraire certains universitaires semblent voir dans les commissions démentielles engrangées par exemple lors des introductions en bourse (systématiquement 7 % des capitaux drainés), la marque d'une organisation optimale…comme un effet de la réputation ! Pire, dans le débat sur la gouvernance, certains veulent voir des vertus à l'oligopole, par exemple des auditeurs. Ainsi la concurrence des auditeurs permettrait aux dirigeants gênés d'en trouver de plus complaisants ; on valoriserait les éléments commerciaux de la mission au détriment de ses composantes essentielles. De là à considérer l'audit comme un monopole nécessaire, il n'y plus qu'un pas, à ne surtout pas franchir à notre avis.

3.2.2. Insuffisance du droit de la régulation : les dispositions récentes

La loi de sécurité financière présente tout d'abord une différence avec la loi Sarbanes-Oxley dans la mesure où la première est davantage un agrégat de mesures disparates, visant à renforcer le droit des épargnants qu'un corpus de règles re-fondateur comme s'en défend la loi outre-Atlantique. La loi de sécurité financière comporte certes certaines avancées en matière de gouvernance et d'autorité de contrôle, mais ne modifie pas pour autant le mode de régulation des marchés.

3.2.2.1. Le gouvernement d'entreprise

La responsabilité des dirigeants quant aux états financiers

Une des avancées certaines de la loi Sarbanes-Oxley se situe peut-être dans la nouvelle responsabilité des dirigeants en matière d'information financière. La loi prévoit en effet que le Président[14] et le Directeur général[15] seront tenus d'attester personnellement la sincérité des comptes de leur entreprise. Cette attestation n'incombera plus uniquement aux commissaires aux comptes et engagera leur responsabilité civile et pénale. Étant tenus pour personnellement responsables de la véracité des données comptables, il y a fort à parier que les dirigeants concentrent une attention toute particulière sur le bon déroulement de cette opération.

La loi de sécurité financière a, elle aussi, tenté de renforcer la participation des dirigeants au processus de certification comptable. L'article 76 du projet de loi prévoit ainsi des dispositions en matière de contrôle interne. Les avancées hexagonales restent toutefois beaucoup plus timides dans la mesure où le Président du conseil d'administration doit simplement rendre compte des méthodes de contrôle mises en place au sein de l'entreprise.

La notion d' « administrateur indépendant »

Suite au scandale Enron, les autorités anglaises avaient commandé à Derek Higgs, associé de la banque d'affaires Warburg, un rapport sur le rôle des administrateurs indépendants. Ce rapport, qui vient d'être publié, insiste en premier lieu sur la nécessité de réserver la moitié au moins des sièges du conseil d'administration à des administrateurs indépendants. Cette volonté n'est d'ailleurs pas nouvelle dans la mesure où le rapport Bouton, publié en 2002, préconisait déjà que la proportion des administrateurs indépendants « devait être rapidement portée à la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle (Rapport Bouton, 2002). Si un consensus se dégage clairement pour promouvoir le rôle et la proportion de ces administrateurs indépendants, les difficultés s'accroissent quand il s'agit de définir avec précision cette notion. Le rapport Viénot (1999) proposait à ce titre la définition suivante : « Un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».

Le rapport Higgs se démarque sensiblement de cette définition française. Il propose que ce soit le conseil d'administration qui dispose du pouvoir d'apprécier si l'intéressé est ou non indépendant. Le rapport prévoit ensuite toute une série de situations qui seraient incompatibles avec le statut

(14) Ce qui correspond au poste de *Chairman of the Board of Directors* dans le système américain.

(15) *Chief Executive Officer* ou *Managing Director* quand les fonctions de Président et de Directeur général sont dissociées.

d'administrateur indépendant. Cette définition pose problème car si les dispositions sont reprises au pied de la lettre, personne, sauf peut-être le soldat inconnu, ne pourra répondre aux critères de l'administrateur indépendant.

La notion d'administrateur indépendant soulève donc un sérieux problème de définition. Mais surtout, le rapport ne prévoit pas de limitation de mandats pour ce nouveau type d'administrateur. Or si rien n'est fait dans ce sens, il y a fort à parier que l'on assiste impuissant à l'émergence d'une nouvelle profession : celle d'administrateur indépendant professionnel. En outre, le fait de ne pas limiter les mandats ne permettra pas de briser les noyaux durs de certains conseils d'administration, ce qui était pourtant la finalité première de l'administrateur indépendant.

Par ailleurs, le rapport Higgs ne fait pas l'unanimité outre-Manche. Il a eu pour conséquence de diviser les milieux d'affaires entre sociétés côtés et professionnels de la finance. Les premières lui reprochent sur le fond de déstabiliser durablement l'équilibre des pouvoirs au sein des conseils d'administration et sur la forme de fixer des règles strictes plutôt que de s'appuyer sur des principes, ce qui peut prêter à controverse. Si nous ne devions retenir qu'une chose des scandales financiers outre-Atlantique, c'est bien que l'observance de règles strictes n'est pas la meilleure méthode pour couper court au processus de créativité comptable. Le CBI, l'équivalent britannique du MEDEF, vient de proposer une kyrielle d'amendements au texte. Il serait dommage que ces modifications, si elles sont acceptées, altèrent la finalité des recommandations, à savoir améliorer la transparence des conseils d'administration.

Le comité d'audit indépendant

Aux termes de la loi Sarbanes-Oxley, toutes les sociétés (y compris non américaines) enregistrées auprès de la SEC, doivent mettre en place un comité d'audit indépendant. « Indépendant » signifie que les membres du comité d'audit ne peuvent avoir de liens avec la société et ne peuvent recevoir aucune rémunération de quelque nature que ce soit de la société, autres que les jetons de présence alloués aux membres du conseil d'administration ou aux membres du comité d'audit. Les sociétés enregistrées auprès de la SEC doivent également déclarer dans leurs rapports (pour les sociétés non américaines, il s'agit des rapports annuels 20-F) si l'un au moins des membres du comité d'audit est un « expert financier » satisfaisant certains critères spécifiques.

Dans l'hypothèse où une société n'aurait pas constitué de comité d'audit distinct, le conseil d'administration sera considéré, dans son ensemble, comme constituant le comité d'audit et chacun de ses membres devra, par conséquent, remplir les critères d'indépendance. Concrètement cela signifie que les sociétés enregistrées auprès de la SEC dont certains cadres exécutifs siègent au conseil d'administration doivent impérativement créer un comité d'audit distinct et indépendant.

Le projet de loi de sécurité financière n'a pas repris la notion de comité d'audit indépendant. Néanmoins, afin d'améliorer la transparence, les commissaires aux comptes seraient désormais désignés par l'assemblée générale, suite à un projet de résolution émanant des actionnaires, du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et non plus sur simple proposition des dirigeants. Dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, le directeur général ou le directeur général délégué sera exclu du vote portant sur la désignation du commissaire aux comptes qu'il envisage de proposer.

Les mesures portées par le projet français sont donc moins spectaculaires que les mesures proposées par la SEC. Cela ne signifie pas pour autant qu'elles soient moins efficaces. La multiplication des comités est aussi, à certains aspects, un frein au bon gouvernement d'entreprise.

3.2.2.2. Audit et conseil

La loi de sécurité financière : une étape

Afin d'empêcher les conflits d'intérêts entre audit et conseil, le projet de loi de sécurité financière avait déposé en première mouture une séparation relativement claire de ces métiers. Certes, la plupart des grands cabinets d'audit se sont déjà séparés de leur activité de consulting. Cependant, une grande partie de l'activité des *Big Four* relève encore d'activités de conseil qu'elles soient fiscales, juridiques ou financières.

Il s'avère que le texte de la loi de sécurité financière, présenté en Conseil des ministres le 5 février 2003 était déjà beaucoup moins strict que ne l'était le premier projet de loi[16].

En effet, il ne semble pas réellement remettre en cause les habitudes au travail. À ce titre, il ne soulève plus de grandes inquiétudes chez les grands cabinets et ceci pour plusieurs raisons.

La première c'est que si le texte interdit aux auditeurs de vendre aux sociétés qu'ils contrôlent toute prestation de conseil, il ne leur empêche en aucune manière de continuer à collaborer avec les cabinets de conseil avec lesquels ils ont l'habitude de travailler. Comme dans la plupart des cas, les *Big Four* continuent à entretenir des relations privilégiées avec leur ancienne branche consulting, la loi ne permet pas d'instaurer une véritable « muraille de Chine » entre ces deux activités. Le fait que les activités de conseil et d'audit soient maintenant regroupées dans deux entités distinctes ne confère pas pour autant une indépendance accrue.

En second lieu, il convient de préciser que l'activité de conseil qui est la plus représentée dans les *Big Four*, à savoir le conseil fiscal, n'est pas visée par le texte. Les premières moutures du texte étaient en effet plus audacieuses. Pierre-Bernard Anglade[17] précise à ce propos que : « Si le projet

(16) Au moment de la rédaction de ce rapport, la loi était encore en débat devant le Parlement, et certaines dispositions, faisant l'objet d'une « navette », n'étaient pas définitivement stabilisées.

(17) Président de PriceWaterhouseCoopers France.

en était resté à ce stade, nous n'aurions plus eu le droit de travailler avec nos spécialistes, qui représentent la moitié de nos effectifs et contribuent à donner une connaissance intime de l'entreprise ». La formulation finale du texte est pour sa part beaucoup plus évasive. Elle interdit « toute prestation de conseil, avis ou recommandation distincte des diligences directement liées à la mission » sous-entendu d'audit. Seulement voilà, cette notion de diligence reste floue. Il y a fort à parier que le conseil juridique et fiscal fasse partie intégrante de la mission et ne soit pas compris comme une diligence. Cette argumentation se tient car il est en effet quasiment impossible de mener à bien une mission d'audit sans avoir recours à ce type de compétence. Les *Big Four* se sont déjà empressés de défendre ce point de vue. Ce n'est donc pas la loi de sécurité financière qui aura eu le mérite de clarifier de manière définitive la frontière ténue entre l'audit et le conseil. Comme le souligne Henri Savall[18] : « *De facto*, les équipes d'audit demeurent en position de conseil dans l'entreprise ».

À noter cependant que le Sénat a introduit une nouvelle disposition à l'article 65 du projet de loi qui consiste à étendre aux groupes de sociétés le principe de séparation entre les missions de certification des comptes (audit) et les prestations de service qui ne lui sont pas directement liées (conseil). Cette nouvelle disposition, même si elle ne clarifie pas davantage la délimitation ténue entre l'audit et le conseil, va dans le bon sens. Il aurait été facile pour un groupe de société de passer outre le renforcement du cadre législatif par le biais de ses filiales. À ce propos, il est regrettable que les députés aient invalidé cette proposition lors du vote à l'Assemblée nationale. Nous ne pouvons qu'encourager le Sénat à clarifier cette distinction entre l'audit et les activités de conseil notamment en fiscalité lors de la seconde lecture du texte[19].

Loi Sarbanes-Oxley : pas mieux

La loi Sarbanes-Oxley n'a pas proposé une distinction plus claire entre les métiers de l'audit et du conseil. Le conseil fiscal a en effet été retiré de la liste des professions interdites à la profession d'audit où demeurent en revanche la comptabilité, l'évaluation des ressources humaines, l'actuariat et la mise en place des systèmes d'informations. On retrouve ici le même problème qu'en France dans la mesure où les activités de conseil des *Big Four* se situent principalement dans les activités juridiques et fiscales. La loi Sarbanes-Oxley ne va donc pas entraîner un redéploiement des activités entre les métiers d'audit et de conseil. D'autre part, de la même manière qu'en France, les cabinets d'audit vont continuer à entretenir des relations privilégiées avec leurs anciens réseaux de consulting.

Cette convergence entre les lois françaises et américaines sur ce point peuvent s'expliquer par au moins deux raisons. Tout d'abord, les métiers de

(18) Directeur de l'Institut de socio-économie des entreprises et des organisations.

(19) À noter que la décision du cabinet d'avocats Fidal de sortir du réseau international KPMG pourrait se comprendre comme une anticipation du texte de loi définitif.

l'audit et du conseil sont peut-être consubstantiels l'un à l'autre. Ils présentent des caractéristiques communes si fortes que toute volonté d'indépendance ne pourra se faire sans aller au détriment de la compétence. L'autre raison qui nous permet d'expliquer cette convergence des deux côtés de l'Atlantique s'explique peut-être par la force de lobbying de ces métiers. La Chancellerie a tenu à instaurer un dialogue permanent avec la profession. Cette collaboration aura peut-être permis aux auditeurs de plaider leur cause et d'adoucir le projet de loi initial. Quant au lobbying américain, il n'a plus à faire ses preuves.

Le Haut conseil du commissariat aux comptes

Le titre III du projet de loi intitulé « Modernisation du contrôle légal des comptes et transparence » prévoit entre autres dispositions la création d'un Haut conseil du commissariat aux comptes. Cette nouvelle institution sera chargée d'assurer la surveillance de la profession avec le concours de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes(20).

Le Haut conseil du commissariat aux comptes sera composé de personnes représentant les autorités, de personnalités qualifiées et de professionnels. Il aura pour mission de veiller à l'indépendance, à la déontologie, à l'exercice professionnel des commissaires aux comptes. À ce titre, le Haut conseil disposera également d'un pouvoir disciplinaire. Cette autorité sera placée auprès du Garde des Sceaux. Il est également prévu d'instaurer des relations étroites entre le Haut conseil et l'AMF. Qui plus est, l'AMF disposera de pouvoirs autonomes à l'égard des commissaires aux comptes des entreprises faisant appel public à l'épargne. Ainsi, l'avis de l'AMF sur la proposition de désignation des commissaires aux comptes sera transmis à l'assemblée générale avant leur désignation.

Un amendement a été adopté par la commission des finances du Parlement afin de supprimer les missions du Haut conseil du commissariat aux comptes en matière de définition des pratiques professionnelles. Le texte doit cependant encore franchir l'étape du Sénat.

Gouvernance des commissaires aux comptes

Suite au rapport Bouton, le projet de loi sur la sécurité financière prévoyait la séparation entre l'audit et le conseil même si comme nous l'avons vu précédemment la formulation reste floue. Ainsi, un commissaire aux comptes ne devait pas fournir à la société qui l'avait chargé de certifier ses comptes ou aux sociétés qui la contrôlent ou qui sont contrôlées par elle, une prestation de services, notamment sous forme de conseil, avis ou recommandation, non directement liée à la mission de commissariat aux comptes.

(20) Le contenu exact de la mission du Haut conseil du commissariat aux comptes est détaillé à l'article 61 du projet de loi sur la sécurité financière (article L. 821-1., titre deuxième du livre VIII du Code de Commerce).

Le montant des honoraires des commissaires aux comptes devrait désormais être tenu à la disposition des associés et actionnaires au siège de la société contrôlée. Par ailleurs, le projet de loi impose une rotation des commissaires aux comptes tous les six ans dans les sociétés faisant appel public à l'épargne. Dans les sociétés astreintes à publier des comptes consolidés, les mandats des deux commissaires aux comptes devraient être décalés de trois ans, afin de ne coïncider que pour une période de trois ans. Notons à ce propos que les députés n'ont pas retenu ce système de « tuilage » qui consistait à décaler les mandats des commissaires au compte.

3.2.2.3. Les autres métiers de la filière du chiffre

Lors du colloque du 27 janvier 2003 à l'Assemblée nationale, ayant pour titre « Vers un renforcement du système français de sécurité de l'information financière », Jean-Louis Debré lors de son discours introductif s'est prononcé sur le projet de loi de sécurité financière. Il a dans un premier temps salué les avancées de ce projet de loi en matière d'autorité de contrôle et de contrôle légal des comptes. Cependant, il s'est permis de souligner certaines limites du texte. Il s'étonne que certains points de passage de la chaîne d'information financière aient été occultés. Nous reproduisons ici un extrait de son discours.

« Mais, au-delà, nous devons œuvrer au renforcement de la sécurité et de la fiabilité de l'ensemble de la chaîne de l'information financière. Je pense bien sûr à tous les métiers des services financiers aux entreprises (banques d'affaires, agences de notation, analystes financiers, etc.) » (Debré, 2003).

Il est en effet curieux de constater, et c'est là peut-être le principal défaut du premier projet de loi, que la régulation proposée n'appréhende pas la filière du chiffre dans sa globalité. Nous ne pouvons que déplorer le fait que le législateur se soit montré si novateur sur certains aspects (autorité de contrôle, gouvernance) et qu'il ait complètement occulté certains métiers de la filière du chiffre, tels que les analystes financiers, les agences de notations ou encore les banque d'investissements dans leurs activités de conseil en fusions acquisitions.

Aucune disposition du premier projet de loi ne concernait les analystes financiers alors même que Bernard Coupez, président de la Société française des analystes financiers (SFAF) appelait de ses vœux une reconnaissance officielle du métier. Le président de la SFAF s'est montré tout à fait favorable aux propositions législatives de Jean-Louis Debré (reconnaissance officielle de la profession d'analyste financier, accès à la profession et renforcement des règles disciplinaires) dans la mesure où elle conférerait au métier d'analyste une plus grande visibilité et lui permettrait ainsi de redorer son blason, passablement écorné par les scandales financiers outre-Atlantique. La profession n'a pas attendu la fin des débats législatifs pour prendre l'initiative. La SFAF et le Cercle de liaison des informateurs financiers en

France (CLIFF) ont présenté le 23 avril 2003 une charte rappelant les principes à respecter pour apaiser les relations entre les analystes financiers et les émetteurs. Il rappelle également que l'opinion exprimée par les analystes n'engage que leur responsabilité propre.

Cette absence de disposition sur les autres métiers de la filière du chiffre était d'autant plus préoccupante que la Security and Exchange Commission (SEC) a rendu un rapport sur les analystes financiers. Or si la France n'intègre pas les analystes dans son projet de loi, il y a de fortes chances que les dispositions de la SEC fassent jurisprudence. Francis Mer considère à ce titre que la France ne peut se « résigner à une situation où la SEC, seul régulateur mondial de fait en la matière, édicterait des règles s'appliquant au reste du monde ». Force est de constater, selon le ministre des Finances, qu'il n'existe pas actuellement de consensus sur cette question en France. C'est pourquoi Francis Mer propose qu'un dialogue international soit engagé, en particulier au niveau européen. Selon lui :

« Certaines questions ne peuvent en effet trouver de réponse que dans un cadre élargi. Il en va ainsi du contrôle des « entités non régulées », comme les *hedge funds*, ou d'acteurs comme les analystes financiers ou les agences de notation »[21].

Ces réflexions ont été entendues par le Sénat et en particulier par Philippe Marini, le rapporteur de cette loi. Le Sénat a donc introduit aux articles 8, 10 et 14 des dispositions plaçant la profession d'analyste financier sous la tutelle de l'AMF[22]. Nous ne pouvons que nous féliciter de cette évolution du projet de loi initial dans la mesure où il participe d'une régulation globale de la filière du chiffre. À noter que lors de son dernier vote, l'Assemblée s'est prononcée contre cette extension du champ de compétence de l'AMF aux analystes financiers[23]. Il n'en reste pas moins regrettable que les agences de notation ainsi que certaines activités de conseil proposées par les banques d'affaires restent encore exclues de ce cadre législatif[24]. Une régulation par les normes comptables aurait sans doute permis de réguler ces différents métiers de manière plus transversale au lieu d'exclure du projet de loi certains

(21) Communication de Francis Mer, Conseil des ministres : « Projet de loi de sécurité financière », mercredi 5 février 2003. À noter que cette déclaration est postérieure au colloque du 27 janvier. Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie semble donc avoir intégré les remarques du Parlement.

(22) La Commission des finances a adopté un amendement à l'instigation de Philippe Marini, rapporteur de cette loi, qui préconise de confier à l'Autorité des marchés financiers un véritable rôle dans la réglementation (article 8), le contrôle (article 10) et la sanction (article 14) de la profession d'analyste financier.

(23) Le 9 avril 2003, la Commission des finances de l'Assemblée a adopté un amendement proposé par Philippe Auberger, député de l'Yonne, qui propose de supprimer le contrôle de l'AMF sur les analystes financiers, au motif qu'il est préférable d'attendre la nouvelle réglementation bruxelloise sur le sujet. Lors du vote du 6 mai 2003, l'Assemblée nationale a retenu cet amendement.

(24) Voir à ce propos le problème d'extraterritorialité souligné par Philippe Marini 2003).

points de passage obligés de l'information financière. Une des forces de la loi Sarbanes-Oxley réside justement dans cette volonté d'appréhender l'ensemble des métiers appartenant à la filière du chiffre.

Par certains aspects, une réglementation franco-française de la filière du chiffre ne serait pas d'une grande efficacité. De part leur nature transnationale, ces métiers ont vocation à être régulés *a minima* par les instances de Bruxelles, l'objectif étant à terme d'aboutir à une régulation globale. Le dernier rapport du CSPR et du comité technique de l'OICV[25] qui plaide pour une meilleure coordination internationale de la régulation du marché des valeurs mobilières pourrait s'appliquer aux métiers de la filière du chiffre.

3.2.2.4. Les autorités de régulation

Le Titre 1 du projet de loi de sécurité financière traite de la modernisation des autorités de contrôle. Le projet prévoit entre autres la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui résulterait de la fusion de la COB, du CMF et du Conseil de discipline de la gestion financière.

Statut de l'AMF

Cette nouvelle autorité de contrôle se caractériserait entre autres par son statut dans la mesure où il s'agirait d'une autorité administrative indépendante, dotée de la personnalité morale de droit public (à l'instar de la Banque de France). Ce statut conférerait à cette nouvelle autorité une grande indépendance. Il lui permettrait notamment de se constituer partie civile. Elle disposerait ainsi de pouvoirs propres en matière de sanctions ainsi qu'au niveau de son financement[26]. Elle comprendrait un collège, une commission des sanctions et le cas échéant des commissions spécialisées ou consultatives[27].

Le collège serait ainsi composé des représentant des pouvoirs publics et de professionnels, une place étant réservée à un représentant des salariés actionnaires. La commission des sanctions serait distincte du collège et réunirait des magistrats, des professionnels ainsi que des représentants des salariés du secteur financier[28]. À noter que les sanctions prononcées par cette commission des sanctions se surajouteraient aux infractions pénales relatives aux infractions boursières.

---

(25) *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres,* Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (Banque des règlements internationaux) par le Comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs en novembre 2001.

(26) Voir à ce propos l'article 7 du projet de loi sur la sécurité financière :

• « L'Autorité des marchés financiers dispose de l'autonomie financière. Elle arrête son budget sur proposition du secrétaire général », Art. L. 621-5-2.

• « Les ressources de l'Autorité des marchés financiers sont constituées du produit de taxes établies à l'article L. 621-5-3 ».

(27) Voir à ce propos l'article 3 du projet de loi qui détaille les différentes instances de l'AMF.

(28) La composition du collège et de la commission des sanctions est détaillé à l'article 3 du projet de loi de sécurité financière, qui va remplacer l'article L. 621-2 du Code monétaire et financier.

Ce nouveau statut proposé pour l'AMF a donné lieu à un intense débat entre Bercy et la Chancellerie. Le ministère de l'Économie souhaitait que cette nouvelle autorité soit dotée de la personnalité morale de droit public. Elle aurait alors été complètement indépendante sur le plan juridique par rapport à l'État. Responsable de ses actes, elle pouvait alors engager sa propre responsabilité. À l'inverse, le ministère de la Justice préférait que l'AMF adopte le statut d'autorité administrative indépendante ce qui la maintenait dans le giron de l'État. Un consensus a finalement été trouvé. C'est pourquoi le projet de loi propose la création d'une autorité administrative disposant de la personnalité morale.

Cependant, si ce consensus a pour mérite de pacifier les rapports interministériels, ils ne contentent pas tout le monde. Dans un document rédigé par son département des affaires économiques et des affaires juridiques, le MEDEF préconisait que la nouvelle autorité soit dotée de la personnalité morale de droit privé. L'intérêt de ce statut résidait dans la plus grande souplesse de l'institution en matière de ressources humaines ainsi qu'en matière d'indépendance financière. À noter cependant que si l'AMF n'est pas régie par le droit privé, le fait qu'elle dispose de la personnalité morale lui permettra de recruter ses collaborateurs librement et de bénéficier directement des ressources prélevées sur les opérateurs qu'elle contrôle. La question du statut ayant été tranchée entre les deux ministères, il y a donc peu de chances pour qu'elle soit à nouveau débattue à l'Assemblée nationale ou au Sénat.

Champ de compétence

Le champ de compétence de cette nouvelle autorité de régulation serait donc très étendu dans la mesure où il recouperait les domaines d'interventions des autorités précédentes[29]. La mission de l'AMF consisterait alors à protéger l'épargne investie dans les instruments financiers ainsi que l'ensemble des placements donnant lieu à un appel public à l'épargne. Elle veillerait également à la bonne information des investisseurs et au bon fonctionnement global du marché. C'est dans cette perspective que les députés ont introduit l'assurance-vie dans le champ de compétence de la future AMF. Si le champ exact des compétences de cette nouvelle autorité prête encore à discussion[30], il semble qu'un consensus se dégage sur la nécessité d'une unification des autorités de régulation. Pour preuve, aucun amendement n'a remis directement en cause la légitimité de cette institution.

Force est de constater que le texte voté par l'Assemblé nationale n'a pas retenu la plupart des dispositions proposées par Philippe Marini. Il serait dommage qu'à force de vouloir ménager les différents métiers de la filière

(29) Le champ de compétence de la nouvelle autorité de régulation est détaillé à l'article 8 du projet de loi sur la sécurité financière.

(30) Voir à ce propos l'amendement de l'article 2 qui propose d'étendre les compétences de l'AMF aux contrats d'assurance-vie et à l'opposé l'amendement de l'article 8 qui propose de supprimer le contrôle de l'AMF sur les analystes financiers.

du chiffre, le texte final ne remplisse pas sa finalité première, à savoir l'envoi d'un message fort aux métiers de la filière du chiffre afin de promouvoir une meilleure régulation et empêcher que les récents scandales financiers ne se reproduisent. Espérons que le prochain vote du Sénat s'inscrira davantage dans cette philosophie.

3.3. Quelle normalisation comptable ?

3.3.1. Pour une normalisation fondée sur des principes

La question de l'édiction de règles ou des principes est fondamentale pour la normalisation comptable comme pour toute législation. Il est d'usage d'attribuer à un système de principes de nombreux avantages relativement à un système de règles. Un système de principes est plus économique, plus compréhensible, plus fort et plus sûr. *A contrario*, et c'est ce qui justifie néanmoins l'existence de règles, les principes ont un caractère beaucoup trop général qui rend toute application à la fois difficile et contestable. Ainsi, pour grossir le trait, il est inconcevable d'édicter une normalisation comptable qui se limiterait à une phrase du type « Toute entreprise doit publier chaque année des états comptables donnant une représentation claire, fidèle et précise de sa performance économique passée, présente et à venir ». Par définition une norme se doit d'ailleurs d'être détaillée, fouillée, précise. Elle ne peut se contenter d'être constituée de principes. Mais il est également inconcevable de n'édicter que des règles, à observer une par une, sans donner des clés pour leur compréhension.

Aussi il existe une nécessaire dialectique pour toute normalisation entre principes et règles, entre sens et mise en application. Dans ce débat ce qui est intéressant c'est la place respective faite aux principes et à la règle. Cette place n'est visiblement pas la même en Europe et aux États-Unis. Ainsi, au-delà des fraudes caractérisées, la faillite des sociétés Enron et Worldcom a mis en évidence comment, tout en respectant la lettre d'une normalisation comptable très fouillée, les dirigeants avaient pu dissimuler des pratiques comptables économiquement nuisibles et moralement répréhensibles.

Ce comportement étant rendu possible par la surabondance de dispositions, nécessairement contradictoires, permettant arbitrages et acrobaties comptables. Au premier rang desquelles la déconsolidation de dettes ou de pertes économiquement rattachées à l'ensemble et la consolidation d'actifs ou de profits indus. Ainsi, si le diable est dans les détails, c'est moins ici dans l'inattention qu'on leur prête que par leur prolifération, qui rend la comptabilité opaque. « À mesure qu'un système devient complexe, notre aptitude à formuler des affirmations précises et pertinentes sur son comportement diminue jusqu'à un seuil au-delà duquel la précision et le sens deviennent mutuellement exclusifs » (Zadeh, 1965).

3.3.2. Pour des principes regroupés dans un cadre conceptuel

Une des forces de la normalisation comptable de l'IASB est de se doter d'un cadre conceptuel *a priori (en anglais* framework) et de tenter de dérouler une démarche allant des principes vers la règle permettant de lever toute incohérence. Un argument de poids dans les négociations en cours pour l'élaboration complète du référentiel IFRS est de pointer le délit d'incohérence *(inconsistency)*. Sous l'influence de la recherche comptable normative, le normalisateur américain (FASB) s'est également doté d'un tel cadre, mais son influence est bien moindre que celle des pratiques généralement admises par les professionnels.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, la nécessité de se doter d'un cadre conceptuel comptable *a priori* n'est donc pas née d'une démarche cartésienne typiquement française. La recherche comptable française s'est jusque dans les années quatre-vingt toujours intéressée au processus de traitement de l'information et au plan de comptes. Le résultat en a été les différents plan comptables généraux. Celui de 1982, sous la pression de la quatrième directive européenne s'efforce pour la première fois de définir les concepts classiques de la théorie comptable (actifs, dettes, capitaux propres…) et intègre le principe anglais d'image fidèle.

Le mouvement vers l'harmonisation internationale des normes comptables est en marche depuis plusieurs décennies et a connu avec l'adoption prochaine des normes IFRS par l'Union européenne un progrès décisif. La perspective d'une norme comptable commune pour l'Union européenne, l'Amérique, puis le Japon et le Monde dans son ensemble devient réaliste. La justification théorique de ce mouvement repose sur la baisse des coûts de transaction entre les différents marchés financiers et la recherche d'une liquidité et d'une fluidité accrue. La justification concrète de ce mouvement est la volonté européenne de prévenir le mouvement de cotation de ses grandes entreprises vers la place new-yorkaise s'accompagnant d'un passage aux normes comptables américaines.

Or jusqu'à présent la normalisation comptable exprimait toute la diversité des différentes cultures économiques. Influencée par le droit, la fiscalité, la gouvernance, voire l'organisation mésoéconomique de chaque pays, les comptabilités de chaque nation étaient uniques. Cela signifie t-il qu'après avoir harmonisé la norme comptable on doive harmoniser le droit, la fiscalité et la gouvernance ?

Une autre caractéristique de l'unicité du référentiel comptable, comme cela a déjà été dit, est qu'il participe à la mondialisation des marchés financiers. L'unicité des règles comptables augmente le nombre d'intervenants sur une même valeur. Elle facilite par exemple aux investisseurs californiens l'accès à la cote parisienne. En homogénéisant et en étendant les bassins d'attraction des différents titres, on augmente la liquidité des marchés, mais aussi leur volatilité. Lorsqu'une information comptable est annoncée toute la planète peut réagir et a intérêt de le faire dans le sens de la convention. À

court terme ce ne sont pas les investisseurs les mieux au fait des perspectives d'une entreprise qui auront raison, mais ceux les mieux au fait des réactions du marché. Ceci est déjà vrai quand les marchés sont à l'échelle d'un pays, c'est encore plus vrai quand les marchés sont à l'échelle du monde. Ainsi une normalisation comptable homogène conduit à une volatilité accrue. Elle participe du comportement moutonnier des investisseurs : les chiffres et les méthodes sont identiques, les réactions du marché sont démultipliées.

3.3.3. De coûteuses révolutions comptables

Non seulement le changement de référentiel comptable est incompatible avec un principe premier de tous les référentiels, à savoir la permanence des méthodes, mais en plus il est d'un coût élevé.

Récapitulons les modifications du référentiel comptable intervenues ces vingt dernières années. La quatrième directive européenne (1978) portant sur la présentation et le contenu des comptes a conduit à refondre en 1982 le Plan Comptable Général. La septième directive sur les comptes de groupe (1983) a introduit l'obligation de consolidation. Les principes de consolidation ont été largement modifiés en 1999 par le CNC. Le tableau de flux de trésorerie et l'annexe ont été mis en place. Les systèmes d'information ont été refondus pour articuler comptabilité de gestion (coûts et budgets) et comptabilité financière (sociale et consolidée). Il faut maintenant modifier à nouveau plan de compte et système d'information pour permettre la publication des comptes consolidés en normes IFRS. En attendant sans doute les prochains changements sur les comptes sociaux. Les coûts de ces bouleversements successifs ont été très lourds. Les bénéfices eux n'ont pas été calculés ; ils reposent simplement sur l'idée d'une meilleure allocation des ressources des firmes et des investisseurs, à une échelle géographique étendue.

Tentons un parallèle. Qui est le responsable du bug de l'an 2000 ? La profession informatique. Qui est le bénéficiaire du bug de l'an 2000 ? La profession informatique. De même qui va désormais décider des changements de norme comptable ? La profession comptable. Qui est payé pour changer les systèmes comptables ? La profession comptable.

3.3.4. La vaine et imprudente quête de l'exactitude

L'orgueil de la comptabilité est démesuré. Elle tend à vouloir représenter en valeur numériques standardisées des réalités complexes, imprécises et en devenir. S'appuyant sur une structure calculatoire directement issue de l'arithmétique élémentaire, le modèle comptable n'est pas à même de traiter tous les problèmes engendrés par l'imperfection de l'information. Fondé sur une approche strictement quantitative, il renonce par construction à conserver au cours du traitement l'ambiguïté sur les concepts et l'incertitude sur les données qui sont numérisées de façon discrétionnaires. Ainsi la comptabilité est-elle atteinte du « syndrome de l'exactitude » maintes fois relevé.

Avec l'ambition affichée des normes IAS/IFRS de comptabiliser même les actifs non cotés en valeur de marché, ce syndrome de l'exactitude confine à la pandémie. La comptabilité en valeur de marché poussée par les normes IFRS (notamment l'IAS 39) veut ultimement permettre de sortir un bilan chaque jour, à destination des marchés financiers. Alors que les assurances, le bâtiment, la banque, l'automobile, l'aéronautique… gagnent de l'argent sur des cycles pluriannuels d'exploitation. La comptabilité en valeur de marché conduit à enregistrer des plus et moins values sur les actifs en portefeuille même s'ils ne sont pas cédés. En coûts historiques, ce n'est le cas que si l'actif tombe sous sa valeur d'acquisition.

À ce titre la filière du chiffre sera le bénéficiaire de ce changement d'état d'esprit. Le temps des dirigeants va devenir celui de la bourse. Les hausses et la baisse de celle-ci générant si la *full fair value* était appliquée strictement et en temps réel, une série de réajustement des postes du bilan, donc une vague de sur-performance et de contre-performance, à l'origine de nouvelles missions de conseil, réorganisations, acquisitions, déconsolidation… toutes sous la maîtrise d'œuvre de la filière du chiffre.

4. Axes d'une réforme et principales recommandations

4.1. Problématique

Il serait artificiel de traiter séparément un certain nombre de sujets post-Enron intimement liés : les normes comptables, la transparence de l'information, les conflits d'intérêt, le gouvernement d'entreprise… C'est pourquoi ce rapport fait des propositions qui ne se limitent pas à l'organisation et au fonctionnement de la filière du chiffre.

Pour surmonter la crise de confiance actuelle, plusieurs démarches sont concevables :

• l'adoption de nouveaux textes, qu'il s'agisse de lois (Sarbanes-Oxley, loi de sécurité financière, etc.), de règlements, etc. C'est la voie de la réglementation ;

• la définition de codes de bonne conduite, débouchant non pas sur des obligations juridiquement définies et sanctionnées (par des régulateurs, des tribunaux…) mais sur des recommandations et usages adaptés au nouveau contexte des marchés financiers. Il faut alors compter sur l'intérêt bien compris des opérateurs, éventuellement infléchi par des incitations venant du marché (cas de figure où, grâce à la concurrence, à l'exigence de crédibilité ou au poids du « *benchmarking* ») ou des pouvoirs publics pour que de telles recommandations deviennent suffisamment effectives. La démarche passant par des codes de bonne conduite peut être soit une transition vers la voie réglementaire, soit une solution durable. Par exemple, le ratio Cooke a d'abord été, en 1998, une recommandation du comité de Bâle avant de devenir, pour les pays européens (pris comme illustration), une directive à valeur juridique contraignante ;

• l'autorégulation, consistant à compter sur des initiatives décentralisées venant du marché, des professions, etc. pour l'*aggiornamento* des règles du jeu, la mise en œuvre de la supervision et des règles disciplinaires, le respect de la déontologie. Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, certains secteurs de la finance ont recouru à l'autorégulation (une partie – encore marginale – du marché OTC d'instruments dérivés recourt dans les opérations bilatérales de swaps, d'options, etc.) à des règles prudentielles proches de celles disponibles sur les marchés organisés) ;

• le renforcement de l'éthique des affaires, qui passe moins par des textes que par des canaux touchant à l'éducation et à la formation, à la hiérarchie des valeurs et aux comportements individuels.

Comme la réponse apportée peut l'être à différents niveaux – national, européen ou mondial – les choix offerts sont résumés dans le tableau suivant.

Démarche adoptée

	Réglementation	Code de bonne conduite	Auto-régulation	Ethique
Niveau de décision				
• national				
• européen				
• mondial				

Toutes les cases de ce tableau ne sont pas également utiles (*a priori* l'éthique relève d'une attitude individuelle, même si celle-ci s'inscrit dans un cadre culturel qui, selon les configurations, privilégie l'environnement national, européen…). Nous n'avons pas explicité la recommandation, pourtant souhaitable sur de nombreux sujets compte tenu de la complexité des mécanismes financiers, d'études et d'analyses complémentaires. Cette voie est évoquée à de nombreuses reprises dans le rapport intérimaire de Michel Prada et Pierre Heilbronn (2002), qu'il s'agisse de la meilleure compréhension des phénomènes d'extrême volatilité, des implications de l'essor exponentiel des dérivés du crédit ou des phénomènes de surendettement, exemples de sujets pour lesquels les auteurs suggèrent que le G7 passe commande au FMI (et auprès d'autres lieux d'expertise) de rapports complémentaires. On imagine qu'une fois ces rapports présentés, les autorités internationales se trouveront confrontées au choix d'une ou plusieurs configurations du tableau.

4.2. Recommandations

4.2.1. Les normes comptables

Nos recommandations s'organisent ici autour de trois axes.

D'abord, plutôt que de se crisper sur la convergence espérée quasi totale entre les normes US GAAP et IAS-IFRS (sur les périmètres de consolidation, les règles de valorisation, etc.), il vaudrait mieux, du côté européen, se battre sur leur compatibilité et surtout sur la mise en œuvre d'un principe de reconnaissance mutuelle des deux côtés de l'Atlantique (quitte à établir l'aire de la reconnaissance mutuelle vers d'autres zones, par exemple vers le Japon). Pour arriver à cette reconnaissance mutuelle, qui permettrait par exemple aux entreprises européennes cotées d'exercer aux États-Unis en appliquant les normes comptables européennes, il y a du chemin à parcourir puisque, sur certains aspects et dans un contexte post-irakien encore très incertain, il s'agit de prendre le contre-pied de Sarbanes-Oxley. Le G7 est le forum approprié pour progresser dans cette voie. Disons même qu'il y a là un domaine, apparemment technique mais en fait éminemment politique, pour relancer des initiatives de sa part, alors qu'*a contrario* il ne paraît pas vraiment en mesure de peser sur l'évolution des taux de change ou des politiques budgétaires.

Puis, en ce qui concerne l'application de la « *fair value* », nous pensons qu'il serait dommageable de la rejeter en bloc. Qui pourrait aujourd'hui prétendre que la comptabilité aux prix historiques sert aujourd'hui les objectifs de vérité et de transparence des comptes ? On retrouve l'arbitrage évoqué au début de ce rapport entre la transparence de l'information et la stabilité des situations individuelles et des marchés. Nous pensons que l'extension du *mark-to-market* pourrait faire l'objet d'un large consensus au plan mondial, mais qu'en même temps un accord devrait être obtenu pour limiter le champ d'application des principes d'évaluation contenus dans les normes IAS 35 et 39. En particulier, il faut sortir du champ d'application de l'IAS 39 les activités de banque de détail et une grande partie de l'assurance. Cette recommandation porte sur les activités et les métiers exercés, plutôt que sur les institutions, compte tenu de l'essor de la diversification (du côté des banques, des compagnies d'assurance…). Nous sommes conscients du fait qu'une telle vision fonctionnelle risque de faire se juxtaposer, dans un même établissement, des parties soumises à des principes comptables différents. Mais tel est sans doute le prix à payer pour aller vers plus de transparence sans rajouter de la volatilité à celle déjà existante.

Enfin, la négociation de la reconnaissance mutuelle comptable entre les États-Unis et l'Europe serait sans doute d'autant moins problématique que l'IASB serait, lui-même, plus légitime et plus transparent. Il n'appartient pas au G7, ni au Forum de stabilité française (FSF), de se préoccuper de la représentativité de l'IASB et de son fonctionnement. Notre point de vue est qu'il faut compter ici sur l'autorégulation des professionnels du chiffre, avec

éventuellement un petit coup de pouce (ou quelques incitations) venant de la Commission européenne. On peut penser qu'assez rapidement, les experts-comptables et commissaires aux comptes exerçant en Europe, et les organismes qui les représentent et les régulent dans chacun des pays membres, vont s'apercevoir qu'il est de l'intérêt de tous de conserver l'IASB, mais d'en élargir la composition et d'en améliorer la transparence.

4.2.2. L'organisation de l'industrie de la comptabilité et de l'audit

Il revient au marché de fixer les structures dans lesquelles les comptables et les auditeurs exercent leurs activités. Les restructurations en cours, accélérées par les scandales récents, ne sont sans doute pas terminées. Les pouvoirs publics n'auront éventuellement à intervenir, face aux restructurations et en particulier aux concentrations actuelles, qui si celles-ci soulèvent, à partir d'un certain seuil, des difficultés au regard du droit de la concurrence et de la protection du consommateur (i.e., des clients des cabinets).

Maintenant que des « murailles de Chine » ont été établies, un peu partout en Europe dans le sillage de la loi Sarbanes-Oxley, entre l'audit et le conseil (mais aussi d'autres activités en situation de conflits d'intérêts), il s'agit de les faire respecter strictement, et dans la durée. Le défi ne doit pas être sous-estimé. Car la présence d'économies de gamme et le désir de certains cabinets d'élargir la chaîne de valeur pourrait spontanément conduire les firmes d'audit à recréer en interne des unités dédiées au conseil (et inversement pour les entreprises de conseil).

La création du Public Company Accounting Oversight Board (Sarbanes-Oxley) ou, en France, du Haut Conseil du Commissariat aux comptes, se situe à la jonction de la réglementation et de l'autorégulation des professions comptables. Il faudra, pour fixer le curseur entre réglementation et autorégulation, savoir faire preuve de pragmatisme. Par exemple, en France, il n'est pas évident que le dualisme Haut conseil-CNCC (Compagnie nationale des commissaires aux comptes) puisse fonctionner dans la durée. Le risque de recouvrement et de concurrence entre les deux organismes ne peut *a priori* pas être écarté, même si la CNCC se consacre dans l'avenir à deux taches essentielles, l'édiction des normes éthiques (sur recommandation de l'AMF) et le contrôle des commissaires aux comptes.

4.2.3. La périodicité de l'information donnée par les entreprises cotées

La Directive européenne faisant un principe de la publication des résultats trimestriels pour les entreprises cotées va dans la mauvaise direction – même si cette direction vient des États-Unis – parce qu'elle sous-estime à la fois la volatilité des performances trimestrielles et la diversité des situations individuelles. Il faut laisser chaque entreprise cotée choisir, du point de vue de la communication publique, entre des résultats trimestriels ou semestriels.

4.2.4. Les agences de notation

Les débats ouverts à propos des agences de rating depuis la crise asiatique de 1997 et l'affaire Enron, ainsi que le rôle, non pas exclusif (contrairement aux premiers schémas) mais significatif qui va leur être conféré par Bâle II nécessitent une régulation du marché de la notation.

Selon nous, cette régulation ne doit pas passer par de la réglementation. Elle doit se faire par l'adoption rapide d'un code de conduite dans le cadre du G7 (éventuellement lors du somme de juin 2003 à Evian). L'enceinte du G7 est le forum adapté à ce type d'initiative, vu le poids des agences de rating américaines, quitte à ce que le G7 confie la mission de définir le contenu de ce code de conduite au Forum de stabilité financière (FSF). L'idée, avec le code de conduite, est d'émettre des recommandations en comptant sur l'émulation et la quête de crédibilité pour les faire respecter. Le code de conduite à destination des trois grandes agences (et incidemment des autres) doit mettre l'accent sur les points suivants : plus de transparence de la part des agences concernant leurs méthodologies (pour dissiper l'impression d'une « boîte noire »), moins de « sur-réaction » dans leurs notations (à défaut de prévoir la crise asiatique ou Enron, fallait-il passer aussi vite d'un extrême à l'autre ?), prendre des dispositions pour atténuer les conflits d'intérêts potentiels entre les agences et leurs clients, etc. Le code de conduite devrait également prévoir une procédure d'évaluation des agences de notation (sous l'angle de la transparence, du respect des règles déontologiques…).

Quant à la nécessité d'accroître la concurrence sur le marché du *rating*, elle part d'une bonne intention, réaffirmée tout récemment par l'US Securities and Exchange Commission (2003). Mais la concurrence ne se décrète pas d'un coup de baguette, surtout lorsqu'il s'agit d'un marché aussi concentré et sur lequel les barrières à l'entrée sont naturellement élevées (importance des effets de réputation et du *« track record »,* poids de la procédure de certification auprès de la SEC…). On voit mal comment, à l'horizon des cinq prochaines années, les trois « poids lourds » du rating pourraient être bousculés par de nouveaux entrants. Du côté européen, par delà la dimension européenne de Fitch via Fimalac, il faudra probablement attendre la création d'une SEC européenne, donc quelques années, pour que la certification donnée par une telle utilisation puisse prétendre rivaliser avec celle de son homologue américaine.

4.2.5. Les analystes financiers

Compte tenu des défis à relever, en particulier de la nécessité de dissiper les conflits d'intérêts les plus évidents, on ne peut guère compter ici sur la seule autorégulation. Disons que celle-ci peut – et doit – jouer un rôle pour ce qui concerne les conditions de rémunération des analystes financiers. Pour le reste, il faut combiner réglementation et code de conduite, en privilégiant aujourd'hui le niveau national de décision. Car nous sommes encore

très éloignés d'une directive européenne touchant à l'analyse financière (qui nécessiterait de se mettre d'accord, au préalable, sur les définitions de base et le périmètre d'application), encore plus d'une concertation dans le cadre du G7 ou du FSF. La voie réglementaire doit être suivie pour poser quelques principes (d'organisation de la profession, de règles déontologiques…) et des amendements en ce sens dans la loi de sécurité financière, bien silencieuse sur ce point dans la mouture présentée au Parlement, nous paraît souhaitable. Ils pourraient donner à l'AMF autorité sur cette profession.

Pour renforcer l'indépendance des analystes financiers, les voies généralement évoquées – nouvelles « murailles de Chine », filialisation de la recherche… – sont sans doute nécessaires ; elles ne seront pas suffisantes. Il faudra aussi que les pouvoirs publics ou la profession prennent des initiatives pour favoriser l'émergence de firmes d'analyse financière indépendantes des banques (en particulier des banques d'investissement) et autres intermédiaires financiers. Concrètement, nous aurions besoin en France des plusieurs firmes du type Detroyat et Associés en Finance. C'est au marché de prendre des initiatives, mais on peut penser que le retour sur terre en matière de rémunération des analystes financiers peut aider à l'éclosion d'une recherche plus indépendante. Faut-il aller plus loin dans l'intervention publique et compter sur la future AMF pour « parrainer » de l'analyse moins dépendante ? Il ne faut pas exclure cette voie, mais ce serait, d'après nous, clairement, une solution de « record best ». Il suffit, pour s'en convaincre, de rappeler les pérégrinations de l'intervention des pouvoirs publics lors de la création, dans les années quatre-vingt, d'une agence de *rating* « française » (ADEF à l'époque).

4.2.6. Le gouvernement d'entreprise

Pour ce qui concerne certaines pistes de recommandations, nous n'abordons ici que les aspects de la *corporate governance* (CG) étroitement liés au sujet.

S'il y a un domaine où le principe de subsidiarité doit être clairement réaffirmé, c'est bien celui du gouvernement d'entreprise, intimement lié à l'histoire, à la culture et aux préférences de chaque pays. Ceci dit, vu le développement des opérations de restructuration transfrontalières et l'intégration croissante des systèmes productifs en Europe, la Commission européenne a eu raison d'adopter un certain nombre de directives pour affirmer quelques principes communs du CG dans le marché unique, dans le respect des 35 codes de CG actuellement existants dans l'UE (soit beaucoup plus qu'un par pays membre en moyenne). Le rapport du Groupe Winter à l'automne 2002 va sous-tendre certaines des propositions du nouveau plan d'action de 2003 *(An Action Plan for Company Law*). Sur les grands principes de la CG, il existe un code OCDE. Il faudra sans doute, le moment venu, rajouter un code UE, plus précis et plus engageant.

Tout un ensemble de questions importantes touche, on l'a vu, à la désignation et à l'indépendance des commissaires aux comptes. Sur beaucoup de dimensions de ce sujet, il ne faut craindre de le dire, l'Europe est en avance vis-à-vis des États-Unis. Dans le système américain, les commissaires aux comptes sont largement exposés au bon vouloir de la direction générale (révocables ad nutum, etc.). La loi Sarbanes-Oxley prévoit que le GAO (General Accounting Office) devra faire rapport sur la question d'autoriser ou non le renouvellement des mandats de commissaires aux comptes. À l'intérieur du marché unique européen, les fonctions restent – légitimement – diverses. Par exemple, en Italie, existe l'obligation de changement des commissaires aux comptes au bout de neuf ans. Nous voulons évoquer ici quelques principes de base :

• les grands axes posés par la loi sur les sociétés de 1966 n'ont pas de raison, du côté français, d'être remis en cause : règle des « quatre yeux », mandat irrévocable de 6 ans (renouvelable, à condition de changer d'associé de la même firme, d'après le projet de loi de sécurité financière…). Ces mesures valent pour les entreprises faisant appel public à l'épargne. Il faut les conserver, tout en adaptant certaines (cf. la loi de sécurité financière, et l'idée d'un recouvrement partiel du mandat des deux commissaires aux comptes) ;

• en droit français, le choix des commissaires aux comptes est entériné par l'assemblée générale sur proposition du conseil d'administration. Le principe est bon, la pratique un peu moins. Car, dans nombre de cas, l'intervention de l'assemblée générale reste purement formelle. Il faut donc revaloriser le rôle de l'assemblée générale dans ce domaine.

La question des comités d'audit est à la fois cruciale et délicate à trancher. Pays à tradition souple du côté du droit des sociétés, les États-Unis ont utilisé la loi Sarbanes-Oxley pour resserrer les contraintes juridiques. D'où l'obligation de comités d'audit pour les entreprises faisant appel public à l'épargne. La tradition juridique de la France, comme celle des pays inspirés du droit romain, appellerait une démarche inverse : introduire plus de souplesse dans un cadre au départ bien bordé et contraignant. En même temps, les circonstances poussent à renforcer les exigences réglementaires. Nous avouons nos hésitations sur cette question des comités d'audit et de leur caractère obligatoire ou facultatif. En pratique, les grandes entreprises (et pas seulement celles du CAC 40) et les grosses PME ont mis en place une telle structure. La loi de sécurité financière, en ne rendant pas le comité d'audit obligatoire, choisit la voie de la souplesse. Mais nombre de commissaires aux comptes sont aujourd'hui pour la formule obligatoire (du moins pour les entreprises faisant appel public à l'épargne). Il faut comparer, de façon pragmatique, l'avantage du comité d'audit – la sécurité, l'amélioration du contrôle interne… – et certains inconvénients qui peuvent découler de son existence : dilution des responsabilités dans l'entreprise, division du travail et problèmes de coordination entre comité d'audit et conseil d'administration, « éviction » partielle des actionnaires et de l'assemblée générale…

La balance coûts/avantages dépend de la forme juridique de l'entreprise, de sa taille, de son secteur d'activité, etc. À ce stade, il vaut sans doute mieux compter ici sur l'autorégulation.

Le consensus sur la définition des administrateurs « indépendants » ou sur leur rôle exact n'est pas aujourd'hui suffisamment avancé, même au plan national (donc, sans parler des divergences intra-européennes sur ce sujet) pour que l'on puisse légiférer en la matière. Le rapport Bouton a ouvert des pistes intéressantes, mais, à court terme, il faut plus compter sur la quête d'image et de crédibilité, l'émulation entre les entreprises alimentée par les comparaisons (le *benchmarking*). Des éléments qui relèvent plus de l'autorégulation que de la réglementation formelle.

Le débat actuel sur les administrateurs indépendants et la nécessité de réduire les conflits d'intérêts ne doit pas masquer un autre débat, plus fondamental, sur le rôle des actionnaires et des assemblées générales. En réponse à certaines dérives ou certains scandales depuis Enron, il faut renforcer le poids des actionnaires, de l'assemblée générale et mieux protéger les minoritaires. Ceci ne passe pas nécessairement par l'importation, par l'Europe, de la formule de la *class action*, qui illustre la solidarité entre les actionnaires mais qui peut comporter, à l'usage, certains effets pervers (convergences artificielles entre certains actionnaires, comportements déviants de certains avocats actifs dans de telles procédures…). Il s'agit plutôt de développer tout ce qui facilite l'implication effective de l'actionnaire et de l'assemblée générale dans la vie de l'entreprise. Sous cet angle, la loi NRE a eu raison d'autoriser le vote par Internet. Il faut absolument contrer le caractère purement formel de beaucoup d'assemblées générales.

4.2.7. Et l'Europe dans tout cela ?

Le constat est simple : chaque pays européen, ou presque, a concocté dans son coin sa loi Sarbanes-Oxley (ou des mesures s'en inspirant). Réaction inévitable sans doute, souhaitable par certains côtés (jeu de la subsidiarité).

La perspective deviendra différente le jour où nous aurons une SEC européenne. Car l'existence d'un régulateur financier européen de plein exercice modifiera l'approche de beaucoup de sujets post-Enron. À quel horizon envisager une SEC européenne ? À bourse unique, régulateur unique, mais nous sommes encore loin d'avoir des marchés financiers parfaitement intégrés, même dans la zone euro. Nous sommes sans doute en transition vers cette bourse unique européenne. Une transition marquée aujourd'hui par une concurrence vive entre les places de la zone euro (Euronext, Francfort…), mais aussi, bien sûr, vis-à-vis de celle en dehors de la zone (Londres). Nous pensons que 2008 pourrait constituer un horizon réaliste pour la mise en place, indispensable à terme, d'une SEC européenne, et qu'il faudrait même se fixer l'objectif ambitieux de 2006.

D'ici là, la démarche communautaire, naturellement infléchie à partir de 2004 par l'élargissement, devra privilégier pour les intermédiaires financiers

et les marchés financiers deux démarches complémentaires :

• développer le « processus Lamfalussy », c'est-à-dire renforcer la coordination des régulateurs nationaux par la mise en place de comités spécialisés. Ce qui est désormais qualifié de « comitologie » a déjà été mis en place pour les marchés de valeurs mobilières (à la suite du rapport Lamfalussy), est en train de l'être pour les banques. Le processus Lamfalussy doit servir de levier à la création d'une SEC européenne ;

• adopter un certain nombre de directives qui conditionnent les ambitions et la crédibilité de l'Europe financière. Dans le maquis des directives actuellement en débat, il faut absolument faire aboutir rapidement celle sur l'information financière et celle sur les OPA, devenues malheureusement le symbole des blocages intra-européens et de l'affrontement des sensibilités et des susceptibilités nationales. Pour consolider l'intégration des marchés financiers en Europe, il faudra aussi – on peut toujours rêver ! – faire avancer la négociation sur l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne. Des progrès récents ont été faits, mais les différents avec certains pays tiers (dont la Suisse) sont loin d'être définitivement réglés.

Référence bibliographiques

Bouton D. (2002) : *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, Rapport MEDEF/AFEP/AGREF.

Cadbury A. (1992) : *The Financial Aspects of Corporate Governance,* Gee.

Cohen É. (2002) : « Contrôle des performances : l'erreur était dans le modèle », *Societal*, 3e trimestre.

Comité Technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2001) : *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres,* Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (Banque des règlements internationaux), novembre.

Debré J-L. (2003) : *Vers un renforcement du système français de l'information financière*, Discours introductif au Colloque du 27 janvier, Assemblé nationale.

Geneva Association (2003) : *The Search for an International Accounting Standard for Insurance*, février.

Groupe Winter (2002) : *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Commission européenne, novembre.

Grout P., I. Jewitt, C. Pong et G. Whittington (1994) : « Auditor Professional Judgment: Implications for Regulation and the Law », *Economic Policy,* octobre.

Lorenzi J-H, M. Plisson et C. Segretain (2003) : « Histoire de la filière du chiffre », *Cahier de Recherches du CREA*, n° 5, Université Paris-Dauphine, février.

Marini P. (2003) : *Rapport sur le projet de loi de sécurité financière*, Commission des Finances, Sénat, n° 206, 12 mars, p. 38.

Mer F. (2003) : *Projet de loi de sécurité financière*, Communication au Conseil des ministres, mercredi 5 février.

Pentland T.B (2000) : « Will Auditors Take Over the World? Program, Technique and the Verification of Everything », *Accounting, Organizations and Society*, n° 25, pp. 307-312.

Plisson M. et C. Segretain (2003) : « Langues comptables et filière du chiffre » in *Normes comptables*, Rapport du CAE, n° 42, La Documentation française.

Power M. (1997) : *The Audit Society: Rituals of Verification*, Oxford University Press.

Prada M. et P. Heilbronn (2002) : *Rapport intermédiaire sur la gouvernance des marchés financiers*, Inspection générale du MINEFI, décembre.

Scheid J.C. et P. Standish (1989) : « La normalisation comptable : sa perception dans le monde anglophone et en France », *Revue Française de Comptabilité*, mai.

Securities and Exchange Commission (SEC) (2003) : *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, janvier.

Viénot M. (1995) : *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, Rapport CNPF-AFEP.

Viénot M. (1999) : *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise*, Rapport MEDEF-AFEP.

White L.J. (2001) : « The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis », *Communication à la Conférence de la Banque mondiale 'The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy'*, mars.

Zadeh L.A. (1965) : « Fuzzy Sets », *Information and Control.*

Commentaire

Élie Cohen

Directeur de Recherche au CNRS, FNSP

Les rapports qui nous sont présentés aujourd'hui innovent à plusieurs titres. Des problèmes de technique comptable relevant de la gestion et jusqu'ici réservés à une profession discrète sont présentés comme problèmes économiques et sans jargon excessif. Le message qui s'en dégage est clair : les choix comptables ont des implications économiques et financières majeures, on ne peut les abandonner aux seuls comptables. Que l'on songe simplement à l'impact du traitement des survaleurs ou des stock-options sur les choix économiques d'un côté et des SPE et autres vecteurs de déconsolidation sur les marchés financiers de l'autre. Dès lors les enjeux politiques de la normalisation émergent sur la scène publique et des choix politiques sont suggérés par les auteurs.

Pour autant l'objet de ces rapports ne me semble pas très rigoureusement circonscrit : nos auteurs entendent-ils traiter de la « filière du chiffre » ? ou des institutions de la confiance dans un monde post-Enron ?

La question n'est pas de pure forme. S'il s'agit de repenser la filière du chiffre alors il faut investir en technicité et prendre des options claires sur la production et la diffusion de l'information financière. S'il s'agit de penser le rapport entre information comptable, données économiques sur l'activité d'une firme et nature des décisions prises alors on a besoin de chiffres, de cas, de faits stylisés. Si la perspective est encore plus générale, et notamment si on veut penser les conditions du retour à la confiance dans un monde post-Enron alors on a besoin d'une réflexion mieux articulée sur le *design* institutionnel de la régulation.

Dans ce commentaire, j'entends traiter d'abord de la « filière du chiffre », ensuite des problèmes de régulation écartés par ces rapports, avant d'évoquer quelques éléments topiques comme la « *fair value* », ou la comptabilisation des opérations sur « produits dérivés ». Je terminerai enfin par des remarques sur les propositions des auteurs qui me semblent faire la part belle au modèle français.

Filière du chiffre ou quête d'une nouvelle règle du jeu

L'idée de « filière du chiffre » est originale, mais one ne parvient pas toujours à la lecture du rapport de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi à faire la part entre l'invention sémantique et l'innovation théorique. La filière rassemble plusieurs métiers, nous disent les auteurs : le « conseil en architecture comptable » (s'agit-il des systèmes d'information financière ?), la certification légale des comptes des sociétés cotées (i.e l'audit), la notation des obligations (la notation financière ou seulement une partie de celle-ci ?), l'évaluation des actions pour conseiller l'épargne (i.e analystes *sell-side* ?), l'évaluation des actions pour conseiller les entreprises (de quoi s'agit-il ?), l'origination obligation, l'origination action (que désignent exactement ces termes ?). Cette nomenclature laisse perplexe. Par exemple, certains métiers de l'information financière (par exemple, indices boursiers) n'y sont pas inclus. Inversement, il n'est pas évident que l'origination (si on désigne par là les activités des banques d'investissement sur les marchés primaires actions/obligations) fasse partie de la « filière du chiffre ». Mais l'évocation des affaires Enron, Ahold, Worldcom dans toute leur complexité montre que le sujet traité est en fait plus vaste. La volonté des auteurs de limiter leur objet aux professions du chiffre est contredite par la place qu'ils font aux agences de notation, aux effets de la déréglementation, à l'innovation financière. Ils entendent traiter de la protection de l'investisseur, de la sécurité financière, de la crise de la finance de marché et pas seulement des dysfonctionnements de la « filière du chiffre ».

La place faite à Enron en particulier montre que l'ambition des auteurs est en fait de réfléchir à « une nouvelle règle du jeu » pour un monde post-Enron. À la base de la règle du jeu passée il y avait la croyance en la sincérité des comptes publiés par l'entreprise, audités, validés, consacrés par des professionnels intègres. Sur cette base, les investisseurs prenaient leurs décisions. Or Enron ce n'est pas seulement une entreprise de fraude et de dissimulation inégalée, au service de dirigeants prédateurs, (chiffre d'affaires gonflés, charges minorées, déconsolidation des actifs risqués, provisions manipulées) c'est la découverte que l'évolution des normes comptables et de la régulation financière n'ont pas suivi l'explosion de la complexité des entreprises modernes (traitement des « *special purpose entities* », des opérations sur produits dérivés, montages d'optimisation fiscale, etc.).

Écrire la nouvelle règle du jeu n'est pourtant pas une tâche aisée comme on le verra plus loin ; les bonnes idées comme la « *fair value* » ou la comptabilisation comme charges des stock-options génèrent immédiatement toute une série d'effets pervers.

D'où la question, si le sujet est « la nouvelle règle du jeu dans un monde post-Enron », ne faut-il pas traiter maillon par maillon la chaîne des professions de l'industrie financière : analystes, agences de notation, auditeurs, banques d'affaires, gestionnaires de fonds, régulateurs, organes de direction et de contrôle des entreprises ?

On ne peut bien sûr tout faire et traiter avec une égale rigueur tous les sujets que j'évoque, mais la question reste ouverte : pourquoi les auteurs en sont-ils venus à considérer que la filière du chiffre était plus importante à étudier que la question des produits dérivés. Permettez-moi à ce stade une citation de Warren Buffett : « *... derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal* », *Fortune,* 17 mars 2003. On peut trouver les propos du sage d'Omaha excessifs mais alors comment faire la part dans l'industrie des dérivés entre ce qui permet de boucler les cycles de risque et ce qui est pure action spéculative déréglant les marchés. Si une telle distinction n'est pas possible à opérer comment réguler l'industrie des dérivés ?

Un noyau dur des rapports : la bataille des normes US GAAP *vs* IFRS

Ayant décidé de privilégier la question des normes comptables, les auteurs nous présentent les enjeux de la bataille actuelle entre normes d'inspiration américaine (approche par les règles) et normes d'inspiration européenne même si elles ont vocation à devenir internationales (approche par les principes).

À la lecture des informations et des analyses très riches qui nous sont communiquées quatre points méritent à mon sens discussion :

• comment se fait-il que la démarche d'inspiration européenne ait pour principal résultat de valider l'approche américaine de la *fair value* et donc du *mark to market* ? Comment les Européens ont-ils été capturés ?

• la comptabilité principielle à la française n'a permis d'éviter ni Vivendi Universal, ni Alcatel, ni France Telecom comme la comptabilité américaine n'a permis d'éviter ni Enron, ni Worldcom, ni Tyco. En quoi donc la séquence récente de crises témoigne-t-elle en faveur du modèle européen ?

• les auteurs dénoncent l'extra-territorialité de la Loi Sarbanes-Oxley, mais on comprend mal les conclusions qu'ils en tirent. Ce qui fait l'attraction des normes américaines c'est l'accès au marché financier américain l'achat d'entreprises américaines et la volonté de se faire coter à New York. Ceci précède la loi Sarbanes-Oxley ;

• quoique voulant écarter toute réflexion systématique en termes de régulation, les auteurs décrivent sur ce sujet une procédure comitologique de type Lamfallussy.

Considérons ces problèmes plus en détail.

Une question centrale « la *full fair value* »

« Nous pensons que l'extension du *mark to market* pourrait faire l'objet d'un large consensus au plan mondial… Il faut sortir du champ les activités de banque de détail et une grande partie de l'assurance », Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi.

À quoi Jacques Mistral répond : « La *full fair value*, une rigueur déplacée. Le raisonnement aussi bien que l'expérience attire l'attention sur le danger qu'il y a à introduire des évaluations en partie subjectives au cœur de la construction comptable… L'asymétrie d'information entre le management et les auditeurs ouvre la voie aux manipulations dont on cherchait au départ à se prémunir ».

En effet, comme le précise Jacques Mistral au-delà de la logique comptable, il faut mesurer les effets tangibles sur l'exploitation de l'entreprise de la publication de données en *fair value* ; la publication de résultats ainsi établis reflétera davantage la volatilité des marchés que la réalité de l'exploitation, davantage la valorisation à la casse pour les banquiers d'affaires que la valeur de long terme de l'entreprise. Comment trancher entre les auteurs ?

Un accord assez large se fait jour entre opérateurs de marché pour utiliser la *market value* pour tous les éléments d'actif et de passif. Faut-il s'y résigner ? Le fait d'une part qu'Enron s'en soit servi pour manipuler les comptes et plus fondamentalement le fait qu'il subsiste des problèmes de comptabilisation pour les stock-options, pour les dérivés et plus généralement pour les actifs des fonds de pension devrait conduire à une attitude plus prudente. Dans une économie de plus en plus immatérielle, avec des entreprises utilisant des instruments financiers de plus en plus complexes et avec des acteurs de marché réflexifs et moutonniers, la généralisation de la *fair value* accélère les effets procycliques. L'exemple actuel de la profession de l'assurance est à mes yeux particulièrement éclairant. Dans ce secteur, le régulateur soucieux de protéger l'assuré édicte des règles de solvabilité, celles-ci contraignent les assureurs à comptabiliser leurs actifs risqués (actions) pour une fraction de leur valeur (*haircut*) ; quand les actions baissent pour des raisons de court terme et alors que les engagements sont de long terme, les assurances sont obligées de vendre ces actions accélérant ainsi leur chute. La solution du cas par cas paraît raisonnable (traitement spécifique des banques et des assurances) mais elle rompt l'unité du système et rend sa lisibilité par le grand public plus difficile encore.

J'ajoute que la généralisation du *mark to market* dans sa forme extrême de *mark to model* appliqué aux dérivés de crédit que Buffett appelle le *mark to myth* aggravera la situation.

On peut se demander si le résultat de ces arrangements n'aboutit pas à une comptabilité en partie triple colonne « *fair value* », colonne « *historic cost* » et colonne somme ou moyenne.

Mesure de la performance de l'entreprise : données comptables et extra-comptables

Jacques Mistral évoque dans son rapport le projet de norme « *performance reporting* ». C'est un des projets les plus audacieux de l'IASB : il s'agit de redéfinir la notion de résultat en tenant compte de la volatilité induite par le passage à une comptabilité de bilan en « *fair value* ». Potentiellement, c'est une petite révolution, mais on ne voit pas bien ce qu'est l'opinion de l'auteur. On peut en effet tirer deux conclusions radicalement différentes de ce type d'initiative : soit elle vise à restituer la complexité de l'entreprise, soit elle achève de discréditer l'outil comptable ; puisque la notion de « résultat » se trouve relativisée, quel sens y a-t-il à continuer à réguler ? De même qu'on ne saisit pas ses vues sur les « normes extra-comptables ». En réalité ce que l'auteur esquisse est une classification en trois niveaux d'information :

- l'information comptable (obéissant aux normes comptables) ;
- l'information extra-comptable normée (obéissant à des normes extra-comptables ; il faudrait alors distinguer entre une information financière extra-comptable, ayant vocation à être couverte par les IFRS, et une information non financière pour laquelle il faudrait identifier une autorité de normalisation (par exemple les données sociales ou environnementales) ;
- l'information extra-comptable non normée (parce que non normalisable). Une autre solution consisterait à définir des indicateurs économiques extra-comptables généraux comme des indicateurs de productivité, ou propres à certains secteurs comme les coûts d'acquisition de clients dans la téléphonie mobile.

On bute alors sur le problème de fond : l'information extra-comptable est certes utile et nécessaire, mais dans un grand nombre de cas elle n'est pas normalisable, et ne peut donc pas servir de base à une comparaison entre entreprises différentes – en tout cas entre entreprises de différents secteurs d'activité.

Régulation de l'autorégulation

Les problèmes posés par la normalisation comptable illustrent parfaitement l'actuelle démarche comitologique européenne. On comprend d'autant moins les réticences des auteurs à entrer dans le vif du sujet de la régulation que, par ailleurs, leurs deux textes ne cessent d'aborder la question de manière incidente.

Quel est le problème ? Lorsque des sujets paraissent trop techniques, trop mobiles, et qu'ils requièrent une réactivité contraire aux pratiques des bureaucraties nationales et européennes, les pouvoirs publics délèguent à une organisation professionnelle le soin de penser une régulation que le pouvoir politique consacre ensuite. Le processus Lamfallussy est emblématique de ce point de vue.

Si l'on accepte cette démarche, il faut en accepter en même temps les conséquences et donc cesser de croire à l'efficacité des interventions politiques. Concrètement, cela signifie qu'à partir du moment où un domaine est concédé à un comité, c'est la dynamique interne à ce comité et aux parties représentées qui va être décisive, le pouvoir politique devient un pouvoir de veto de surcroît transféré aux autorités européennes. L'actuel enlisement du processus Lamfallussy suite à la volonté de la Commission, de reprendre l'initiative en faisant le tri dans les propositions finalisées qu'elle reçoit, montre qu'il faut choisir entre la technicité, la rapidité, l'autorégulation et les procédures sans fin de l'harmonisation. Faut-il pour autant une SEC européenne ? La question déborde manifestement le sujet de l'industrie du chiffre.

Règles *versus* Principes

Croit-on vraiment que le double commissariat à la française et l'approche par les principes nous préservent de dérives à la Enron et du formalisme de la règle comme le soutient Mistral ? L'affirmation selon laquelle « Enron aurait été impossible en normes françaises » mériterait d'être étayée. À dire vrai, si l'on écarte la fraude pure, il faudrait distinguer les différentes manipulations opérées par Enron (au moins cinq : l'inflation artificielle des revenus de *trading*, les valorisations artificielles d'activités « *broadband* » sur la base de swaps de fibres, l'inflation artificielle des actifs déconsolidés, l'inflation de bénéfices sur fausses cessions d'actifs, et la déconsolidation d'entités qui n'auraient pas dû l'être). En tout cas, de son côté l'IASB se garde bien aujourd'hui d'employer cet argument pour ce qui les concerne.

S'agissant du double commissariat aux comptes, on sait qu'il n'est pas double et qu'en pratique, les vérifications sont partagées entre les deux cabinets. Ce n'est pas un double regard, mais ce sont deux demi regards qu'on a en pratique puisque chaque auditeur n'audite qu'une partie des activités de l'entreprise.

Faut-il alors limiter à six ans le mandat d'un cabinet, organiser la rotation des « Fat 4 » et décaler dans le temps le choix des cabinets pour limiter les plages de chevauchement à trois ans ? On voit bien que toutes ces solutions sont commandées par la quête panique de solutions spectaculaires. Elles auraient pour seul effet si elles étaient appliquées d'affaiblir la connaissance de l'entreprise par ses commissaires.

S'agissant enfin de la supériorité d'une démarche principielle, je rappelle qu'elle n'a empêché aucune dérive dans les entreprises françaises (Vivendi Universal, France Telecom, Alcatel) et qu'en particulier les commissaires ont accepté sans hésitation les évaluations extravagantes des actifs acquis sans inciter à passer les dépréciations nécessaires au nom de *business plans* fumeux. Ils ont accepté sans hésitation nombre de montages de déconsolidation. Il suffit d'ailleurs que les équipes de direction changent pour que les principes comptables changent.

Le vrai problème n'est pas là : il est double.

C'est d'abord celui de la dépendance des auditeurs par rapport au management. Claude Bébéar propose qu'un collège de censeurs soit élu par l'assemblée générale d'actionnaires. Ce collège choisissant alors les auditeurs par appel d'offres. Que pensent les auteurs de ce type de propositions ?

C'est ensuite l'hyper-concentration, pourquoi ne pas envisager de casser l'oligopole ? Le lecteur est surpris de l'audace des auteurs du rapport quand ils décrivent l'économie du secteur – le triple oligopole de l'industrie du chiffre – et une certaine retenue quand ils envisagent les solutions. Mais peut-être faudrait-il une analyse plus patiente, plus chiffrée plus spécifique du triple oligopole avant de songer à le remettre en cause ?

Comportements déviants ou crise de système : retour sur quelques propositions

De manière symptomatique, les auteurs du rapport élargissent la perspective en conclusion puisqu'ils embrassent toute la chaîne de l'industrie financière dans un monde post-Enron.

S'agissant des analystes, les auteurs disent souhaiter la naissance de firmes indépendantes, même s'ils paraissent douter de leur émergence spontanée. Mais, en quoi des firmes indépendantes seraient-elles moins sensibles à l'air du temps. L'expérience montre que les analystes *buy-side* n'ont pas été plus clairvoyants que les analystes *sell-side* ; le problème est plus général, c'est celui de l'industrie de la gestion. Lors de la formation de la bulle de la nouvelle économie, les gestionnaires les plus éclairés expliquaient qu'avec les gestions *benchmarkées* ils ne pouvaient pas laisser passer un train de hausses. Les analystes et les gestionnaires qui n'ont pas cru à la nouvelle économie ont été écartés !

S'agissant de la *corporate governance*, nos auteurs sont très timides sur les administrateurs indépendants, sur la *class action*, sur le fonctionnement des assemblées générales. Je n'attends pas des miracles du vote sur Internet des actionnaires. Je crois plus au renforcement des moyens des associations activistes d'actionnaires et au pouvoir qu'on pourrait leur con-

férer en matière judiciaire (*class actions*). La question à laquelle les auteurs ne répondent pas est de savoir si le Conseil d'administration est un contre-pouvoir ou s'il partage le pouvoir avec le management. Si le deuxième terme est le bon alors la question de l'organisation des contre-pouvoirs reste entière et on ne peut pas en déléguer la résolution aux différents conseils d'administration.

S'agissant enfin des agences de notation, les auteurs plaident pour les codes de bonne conduite plutôt que pour la réglementation. Là aussi on ne peut pas ne pas être frappé par le hiatus qu'il y a entre la vigueur de la critique et la timidité des solutions proposées. On sait aujourd'hui que le pouvoir de noter, du fait de la généralisation des *covenants* et des *triggers* dans les opérations de prêts, équivaut à un pouvoir de vie et de mort sur les entreprises. L'abaissement d'une note déclenche des crises de liquidité qui peuvent emporter une entreprise. L'excès de prudence après l'excès de laxisme ne plaide pas pour le statu quo.

Conclusion

Le présent rapport est particulièrement éclairant pour l'économiste. Il montre comment la stratégie des acteurs peut varier en fonction des outils de mesure des performances. Il montre également comment les acteurs financiers innovent en fonction des « trous » du cadre réglementaire. Il montre enfin que la structure d'incitations qui s'exerce sur un secteur d'activité déterminé a une incidence majeure sur les stratégies déployées. Mais il s'agit là davantage de pistes à explorer que de résultats parfaitement établis.

Une analyse plus exhaustive de la « crise de confiance » reste à faire. Entre ceux qui dénoncent un cycle de la cupidité et ceux qui pointent les failles du système de régulation, ce rapport a le mérite de pointer les insuffisances de la filière du chiffre mais la prévention du risque systémique, les objets d'une éventuelle re-régulation restent des sujets ouverts.

Commentaire

Dominique Plihon

Professeur à l'Université de Paris-Nord

Les rapports proposés par Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi, d'une part, et par Jacques Mistral, d'autre part, donnent une synthèse éclairante des débats actuels sur la question des normes comptables. Ils montrent avec éloquence les enjeux considérables liés à la réforme des normes comptables à l'échelle internationale.

Le rapport « Normes comptables et régulation de l'industrie du chiffre » de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi apporte une analyse particulièrement intéressante sur la « filière du chiffre », qui comprend tous les acteurs intervenant dans la circulation de l'information comptable et financière. L'une des conclusions importantes est que cette industrie du chiffre est largement dominée par quelques oligopoles (cabinets d'audit, agences de notation, banques d'affaires), c'est-à-dire qu'on a affaire à un secteur d'activité très peu concurrentiel.

Quant au rapport de Jacques Mistral, intitulé « Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise », il livre une réflexion particulièrement intéressante et bien documentée sur l'affaire Enron et ses suites, et notamment sur la loi Sarbanes-Oxley. Jacques Mistral présente également une analyse du système comptable américain (US GAAP) qui montre que celui-ci est peu compatible avec le système comptable européen, compte tenu de ses spécificités (multiplicité des règles comptables lié au mode de fonctionnement de la justice américaine fondé sur la pratique des litiges, alors que le système européen est structuré sur la base de principes unifiants).

On ne peut qu'approuver certaines conclusions de ces deux rapports, notamment :

• le besoin urgent de réformer cette « filière du chiffre » en pleine crise, en introduisant plus de rigueur dans l'application de certains principes fondamentaux tels que l'indépendance des professions d'audit par rapport aux dirigeants d'entreprise. Les lois votées récemment aux États-Unis (Sarbanes-Oxley) et en France (loi sur la sécurité financière ») vont dans cette direction, même si cela demeure insuffisant ;

• la nécessité d'adapter les systèmes comptables nationaux aux transformations en cours (globalisation, NTIC) et d'harmoniser les pratiques comptables de part et d'autre de l'Atlantique.

En dépit de leurs grandes qualités, dont certaines viennent d'être soulignées, ces deux rapports présentent trois séries de lacunes :

• le cadre analytique des analyses n'est pas assez apparent ;

• la dimension propositionnelle des rapports est très timide ;

• les auteurs n'ont pas abordé certaines questions essentielles pour lesquelles on pouvait s'attendre à trouver des éléments de réflexion et des propositions.

Une dimension analytique peu explicite

Il manque une réflexion théorique en amont pour cadrer les réflexions proposées sur les normes comptables. On s'attend, en effet, à ce qu'un rapport du Conseil d'analyse économique, rédigé par des économistes de haut niveau, apporte précisément ce type de contribution au débat sur les normes comptables afin d'éclairer les professionnels et le public sur les enjeux de la réforme comptable.

Jacques Mistral indique, à juste titre, que les normes comptables constituent une représentation du monde, et en particulier des entreprises. Et donc, il apparaît souhaitable de situer la réflexion par rapport aux représentations théoriques existantes de l'entreprise, d'une part, et du fonctionnement des marchés financiers, d'autre part.

Quelle représentation théorique de l'entreprise ?

Il existe aujourd'hui deux grandes conceptions de l'entreprise. Celle-ci est vue :

• soit, comme un actif financier dont il s'agit de maximiser la valeur (création de valeur actionnariale) ;

• soit, comme une institution économique qui se définit à partir de notions telles que « l'intérêt social », et dont le but est la création de richesses grâce à la collaboration de parties prenantes (actionnaires, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, État, superviseur). L'entreprise a alors une pluralité d'objectifs (économiques, sociaux, environnementaux), même si son objectif prioritaire est la maximisation du profit.

Il est clair que les fonctions et les objectifs du système comptable ne sont pas les mêmes selon que l'on met en avant l'une ou l'autre de ces deux visions de l'entreprise.

Selon la première conception, l'objectif du système comptable est d'abord d'informer les investisseurs. C'est ainsi que l'on peut justifier le recours à la *full fair value* ainsi que la publication trimestrielle des comptes. C'est, semble-t-il cette conception que Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi privilégient, sans l'exprimer explicitement, lorsqu'ils définissent la filière du chiffre comme « toutes les activités qui définissent, vérifient, diffusent ou utilisent l'information comptable à destination des marchés d'actions et des marchés d'obligations ».

Jacques Mistral semble avoir une position intermédiaire, plus proche de la deuxième conception de l'entreprise, lorsqu'il définit un système comptable comme « un langage au service d'une communauté d'utilisateurs ». S'il s'agit d'informer l'ensemble des partenaires de l'entreprise, et pas uniquement les investisseurs, les normes comptables devraient suivre une logique différente. Une réflexion plus poussée aurait dû être engagée sur les implications de cette conception élargie du rôle des normes comptables. Par exemple, sur les différents indicateurs de résultat (autres que financiers) que le système comptable doit permettre de construire.

Le cas des banques mérite une discussion particulière

Car la question se pose de savoir si ce sont des entreprises comme les autres du point de vue des normes comptables. Or rien n'est moins sûr !

Là aussi on retrouve aussi deux conceptions :

• la banque peut être vue comme un portefeuille de créances et d'engagements qu'il s'agit d'optimiser en fonction du couple risque - rendement. On suppose alors que les différents éléments d'actif et de passif peuvent être « marchéisés » (c'est-à-dire transformés en titres négociables et évalués aux conditions du marché) ou, à défaut, sont susceptibles d'évaluation par des modèles internes ;

• la banque peut être également considérée comme un intermédiaire qui existe en raison d'asymétries d'information et de l'incertitude, et qui exploite une rente informationnelle. Son rôle est alors de procurer une assurance de liquidité.

Selon la définition retenue, on n'aura pas la même conception du statut des normes comptables. Dans le premier cas, la banque peut être traitée comme un actif financier, la transparence doit être faite sur l'ensemble des opérations, l'information comptable doit être organisée en priorité au profit des investisseurs. Et la *full fair value* peut s'appliquer aux banques, comme à n'importe quelle entreprise.

Selon la seconde conception, la banque est un acteur particulier, qui est plus vulnérable que les autres entreprises. Il n'est pas souhaitable, et il peut

même être dangereux, que toutes les informations détenues par la banque soient livrées aux marchés (en raison du risque de panique bancaire et du risque systémique). En ce cas, il faut faire une distinction essentielle entre information publique et information privée (qui est absente des deux rapports). De même, une distinction doit être introduite entre l'information qui doit être communiquée aux superviseurs (*reporting*) et celle plus restreinte qui est donnée aux marchés (*disclosure*). Dans les deux cas, les règles comptables doivent être différentes.

Le rapport de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi n'indique pas clairement à quelle conception de la banque il se réfère. Les réserves adressées par Jacques Mistral à l'application de la *full fair value* aux banques donnent à penser qu'il adopte implicitement la deuxième conception de la banque.

Quel fonctionnement des marchés financiers ?

Les deux rapports ne donnent pas assez de place à une réflexion théorique sur le fonctionnement des marchés financiers pour aider le lecteur à se faire une idée sur le bien-fondé des différents projets de réforme des normes comptables.

La conception théorique qui sous-tend implicitement le rapport de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi est celle de l'efficience des marchés. C'est cette représentation qui les conduit à adhérer à l'idée que les normes comptables sont l'un des principaux moyens d'aboutir à la transparence et à la discipline du marché, considérées comme des conditions nécessaires et suffisantes du bon fonctionnement des marchés. C'est également cette vision théorique qui amène ces auteurs à accorder une grande confiance aux mécanismes d'autorégulation des marchés et des acteurs financiers.

Le rapport de Jacques Mistral semble retenir une conception moins optimiste, et plus keynésienne du fonctionnement des marchés, considérés comme incomplets, et fondamentalement instables. Jacques Mistral est ainsi plus réservé sur la capacité d'autorégulation des marchés. C'est également ce qui l'amène à avoir une position plus réservée sur la *full fair value*, ce qui est raisonnable.

Propositions et analyses concernant les réformes

Les deux rapports sont d'une grande timidité à ce sujet.

Concentrons notre analyse sur une série de questions : qui doit élaborer les normes comptables ? Où placer le curseur entre l'autorégulation et la réglementation ?

Comment rapprocher les conceptions de la régulation comptable et financière de part et d'autre de l'Atlantique, et même de part et d'autre de la Manche ?

Les deux rapports ont des positions assez distinctes sur ce thème, ce qui s'explique par leurs conceptions différentes du fonctionnement des marchés.

Pour Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi, il faut donner une place maximum à l'autorégulation ; c'est aux acteurs privés de fixer leurs normes. Cette vision les amène à ne pas désapprouver le choix fait par les autorités européennes de s'aligner sur les recommandations l'IASB, instance privée indépendante des autorités publiques. Il semble qu'ils sont là en contradiction avec leur analyse plutôt critique du fonctionnement de l'IASB.

Il y a une autre contradiction dans l'analyse de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi : ceux-ci nous montrent que l'industrie du chiffre est dominée par des oligopoles, qui ont des positions dominantes et sont susceptibles d'avoir des stratégies d'ententes et de collusion. Comment, dans ces conditions, peut-on espérer qu'il y ait un processus d'autorégulation dans cette industrie ?

Jacques Mistral a une vision différente. Il indique que les scandales boursiers sont la conséquence du recul de la régulation publique et de la supervision. Jacques Mistral semble déplorer, contrairement à Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi, que les autorités européennes aient abandonné leur philosophie qui était celle d'une normalisation comptable encadrée par l'État et les autorités de tutelle. On peut le suivre totalement sur ce terrain. Mais Jacques Mistral ne tire pas toutes les conséquences de son analyse et ne va pas assez loin dans ses propositions : il se contente de proposer la création d'un organe d'orientation et de pilotage pour éviter que l'Union européenne soit obligée de s'aligner en bloc sur les propositions de l'IASB, dominée par la conception anglo-saxonne et ultralibérale du fonctionnement des marchés.

De même, on peut penser que l'idée d'une reconnaissance mutuelle des normes IAS/IFRS et US GAAP, défendue par les deux rapports, n'est pas très opérationnelle. Jacques Mistral n'a-t-il pas montré que les approches qui sous-tendent le système comptable américain est peu conciliable avec les autres systèmes comptables ? Et l'on voit mal les autorités et les juges américains accepter les normes européennes. La philosophie qui sous-tend la loi Sarbanes-Oxley illustre cette conclusion, avec son caractère d'extraterritorialité, c'est-à-dire son application aux dirigeants des firmes étrangères opérant aux États-Unis.

Pourquoi ne pas s'inspirer de l'expérience réussie du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour la mise en place de normes comptables internationales ? Si cette démarche était retenue, il reviendrait aux autorités publiques de tutelle, et non pas à une institution privée, de prendre en main le chantier de cette réforme, dans le cadre d'une instance internationale créée à cet effet, bien sûr en étroite collaboration avec les professionnels. La normalisation comptable a pour objectif de préserver la stabilité des marchés et la santé des acteurs économiques et financiers. Or cette stabilité financière est un bien public international, en raison des phénomènes importants

d'externalité dont elle est l'objet. Et puisque l'on est en présence d'un bien public, les acteurs privés ne peuvent en être responsables. Des interventions hors marché sont nécessaires. Même si des progrès importants ont été accomplis en dressant des « murailles de Chine » pour limiter les conflits d'intérêt entre les différents métiers de la finance, on ne peut faire confiance aux seuls professionnels privés pour décider des normes comptables. Ceux-ci trouveront toujours des moyens de contourner celles-ci en inventant de nouvelles techniques financières.

Lacunes concernant des sujets de préoccupation et de débat actuels

Les auteurs ne nous apportent pas de réflexion sur la notion de richesse produite par les entreprises, et sur la manière de comptabiliser celle-ci. À ce sujet, la question de la production immatérielle n'est abordée que très rapidement par Jacques Mistral. Or il y a aujourd'hui un nombre croissant d'entreprises dont l'actif est intégralement constitué d'immatériel dans les secteurs des nouvelles technologies du vivant ou de l'information. Nous sommes rentrés dans une nouvelles phase du capitalisme dit « cognitif ». Un chantier doit être ouvert sur les méthodes de comptabilisation adaptée à cette nouvelle ère du capitalisme.

De même, la question des actifs incorporels aurait mérité une réflexion plus poussée. En particulier, le problème des écarts d'acquisition : comment prendre en compte la dépréciation de ces actifs de manière à ne pas déstabiliser les entreprises ? C'est un problème d'actualité : les actifs intangibles (pour l'essentiel des écarts d'acquisition) des grandes entreprises du CAC 40 représentaient 100 % de leurs fonds propres en 2001, à la suite des opérations de fusions-acquisitions payées au prix fort au moment de la bulle des années quatre-vingt-dix[1]. Les situations de quasi faillite enregistrées par certaines de ces entreprises à la suite de la débâcle boursière doivent amener une réflexion conduisant à des règles comptables harmonisées et adaptées.

Également, si le rapport de Jacques Mistral a le mérite d'aborder les questions sensibles telles que l'enregistrement comptable des « stock-options » et des produits dérivés dans le hors bilan, il ne prend pas clairement position pour des propositions de réforme précises. Quelles règles privilégier de manière à obliger les entreprises à mieux prendre en compte ces opérations et à les rendre transparentes ?

(1) Voir, à ce sujet, le rapport du Commissariat général du Plan (20003) : *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, La Documentation française.

Par ailleurs, la question de la consolidation des bilans aurait mérité plus ample réflexion. Il est, en effet, nécessaire de faire ressortir les résultats comptables des groupes industriels et financiers internationaux sur le périmètre national et sur le reste du monde. L'INSEE et la Banque de France ont déjà réalisé des travaux dans ce sens qui méritent d'être développés.

Enfin, il serait souhaitable de s'attaquer à la question essentielle de l'articulation entre la comptabilité d'entreprise et la comptabilité nationale macroéconomique[2]. Les conventions comptables sont aujourd'hui très différentes entre ces types de comptabilité de telle sorte que la comparaison entre les données micro et macroéconomiques est très difficile. Or un dialogue entre les professionnels du chiffre dans l'entreprise et dans l'administration économique est nécessaire. C'est à ce prix que des évaluations fantaisistes de la part des analystes financiers pourraient être évitées, notamment dans les phases d'euphorie boursière. Ces derniers seraient en effet amenés à se rendre compte, grâce à l'articulation de ces deux sources comptables, que leurs évaluations microéconomiques ne sont pas extrapolables au niveau macroéconomique.

(2) Voir le rapport du Commissariat général du Plan op. cit.

Complément A

Normalisation comptable internationale : une gouvernance en devenir

Nicolas Véron

Études et conseil pour l'information financière (ECIF)

L'histoire récente des normes comptables en Europe représente à certains égards un cas unique en matière de délégation de responsabilité publique : l'Europe est en effet passée directement d'un modèle traditionnel de décision nationale à une délégation de souveraineté au bénéfice d'un organisme privé à vocation mondiale, dans lequel l'influence européenne n'est pas prépondérante. Les déséquilibres institutionnels résultant de cette décision et l'évolution qui en résultera dans les années à venir constituent un cas d'étude représentatif des débats sur la globalisation et la gouvernance mondiale en matière économique et financière.

On considérera ici comme acquis que les normes comptables ne sont pas entièrement « neutres » et ont un impact réel, bien que difficile à mesurer, sur le fonctionnement de l'économie. Les débats de ces deux dernières années, concernant notamment les *stock-options*, la déconsolidation des entités *ad hoc*, la comptabilisation des actifs financiers ou l'amortissement des écarts d'acquisition valident largement ce postulat. Dans ce contexte, il est légitime de considérer la normalisation comptable comme faisant partie du champ de l'action publique et non de la seule autorégulation des acteurs économiques privés ; c'est d'ailleurs ainsi qu'elle est traitée dans tous les pays développés, y compris les plus adeptes de la liberté des marchés. La question de la gouvernance des normes comptables ne porte donc pas réellement sur la responsabilité ultime du politique, qui est acquise, mais sur la manière la plus efficace d'exercer celle-ci compte tenu de la complexité technique et du caractère évolutif de cette matière. Ces caractéristiques ont partout conduit l'autorité publique à déléguer une part du travail de normalisation à des professionnels, en conservant un contrôle plus ou moins direct sur le résultat des travaux de ceux-ci.

1. Une multiplicité de modèles institutionnels

Avant de décrire les problèmes spécifiques posés par la normalisation internationale, il est utile de rappeler la manière dont la normalisation comptable s'est organisée dans quelques pays représentatifs. Historiquement, chaque pays a développé son propre corps de normes selon un processus de délégation plus ou moins marquée vis-à-vis d'un organisme technique associant des professionnels de la comptabilité et, selon les cas, des représentants des émetteurs, des investisseurs et des autres acteurs de place :

• ainsi, en France, le Conseil national de la comptabilité (CNC) est un comité de cinquante-huit membres non permanents, dépourvu de la personnalité juridique et placé auprès du ministre des Finances. Son rôle est consultatif ; après la remise de ses avis, les règlements comptables sont formellement adoptés par un comité de la réglementation comptable et homologués par le gouvernement ;

• en Allemagne, le Conseil allemand de normalisation (DSR) est un comité de sept membres constitué au sein d'une association de droit privé à but non lucratif (DSRC), financée par les entreprises cotées et les professions comptables et bénéficiant d'un « contrat de normalisation » passé avec le ministère de la Justice. Ses avis doivent également être homologués au cas par cas par le ministère de la Justice pour rentrer en application ;

• au Royaume-Uni, l'*Accounting Standards Board* (ASB) est filiale du *Financial Reporting Council*, organisme de droit privé associant des professionnels, des représentants des entreprises et du gouvernement, et financé par l'ensemble des acteurs publics et privés de la City. L'ASB, composé de dix membres dont deux à temps plein, bénéficie d'une reconnaissance formelle de sa fonction de normalisateur par le *Department of Trade and Industry* ; ses avis s'appliquent directement, sans intervention du gouvernement ;

• aux États-Unis, le *Financial Accounting Standards Board* (FASB) établit les normes comptables de manière indépendante en vertu d'une reconnaissance générale de son rôle accordée depuis 1973 par la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Les sept membres du FASB sont désignés par une fondation financée par des associations privées regroupant les professionnels des différents métiers financiers.

Les différences sont donc marquées sur plusieurs aspects : l'autonomie juridique et financière du normalisateur (inexistante en France, complète aux États-Unis) ; l'équilibre entre les différents acteurs (comptables, émetteurs, intermédiaires financiers, personnalités extérieures, État) dans la composition de la structure de décision collégiale ; l'existence (en France et en Allemagne) ou non (au Royaume-Uni et aux États-Unis) d'une homologation publique au cas par cas des normes adoptées ; et également les moyens matériels et humains disponibles (le budget du FASB est environ sept fois celui du CNC).

Différences et comparaison avec l'IASB

	France	Allemagne	Royaume-Uni	États-Unis	International
Normalisateur(*)					
	CNC	DSR	ASB	FASB	IASB
Financement					
	État	DRSC	*Financial Reporting Council*	*Financial Accounting Foundation*	*IASC Foundation*
Autonomie juridique					
	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Nombre de membres(**)					
	58 (0 TP)	7 TP	10 dont 2 TP	7 TP	14 dont 12 TP
Budget approximatif(***)					
	2,5	na	4,6	17	18
Autorité publique de contrôle					
	Ministère des Finances	Ministère de la Justice	*Department of Trade and Industry*	*Securities and Exchange Commission*	Commission européenne (pour l'UE)
Homologation de chaque norme par l'autorité publique					
	Oui	Oui	Non	Non	Oui (pour l'UE)

Notes : (*) CNC : Conseil national de la comptabilité ; DSR : Deutscher Standardisierungsrat ; ASB : Accounting Standards Board (Royaume-Uni) ; FASB : Financial Accounting Standards Board (États-Unis) ; IASB : International Accounting Standards Board ; DRSC : Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee ; IASCF : International Accounting Standards Committee Foundation ; (**) TP : Temps plein ; (***) En millions d'euros.

Par rapport aux cas nationaux, l'IASB représente en quelque sorte une inversion du modèle : dans son cas, la structure de normalisation préexiste à la délégation accordée par une autorité publique. En termes de gouvernance interne, son organisation est depuis 2001 proche du modèle nord-américain. Comme le FASB, l'IASB est une structure de droit privé, basée à Londres, filiale à 100 % d'une fondation autonome (*IASC Foundation*) basée dans le Delaware et qui assure son financement ainsi que la nomination de ses membres. Son budget, d'environ 18 millions de dollars, et la taille de son équipe permanente, quelques dizaines de personnes, sont également comparables à ceux du FASB. Comme aux États-Unis enfin, ses structures doivent respecter un certain équilibre professionnel : au moins cinq experts-comptables, un financier d'entreprise, un investisseur et un universitaire parmi les dix-neuf *Trustees* de l'*IASC Foundation* ; au moins cinq experts-comptables, trois financiers d'entreprises, trois investisseurs et un universitaire parmi les quatorze membres de l'IASB (dont deux à mi-temps). Les douze membres à temps plein du *Board* doivent cesser toute relation avec leur ancien employeur.

2. Les spécificités de la gouvernance de l'IASB

À la différence des normalisateurs nationaux, l'IASB doit également assurer sa crédibilité quant à la provenance géographique de ses membres. Pour cela, ses statuts prévoient un certain équilibre parmi les dix-neuf *Trustees* de l'IASC Foundation : au moins six membres européens, six nord-américains et quatre en provenance de la zone Asie-Pacifique. La flexibilité est encore plus grande pour les quatorze membres de l'IASB, choisis avant tout en fonction de leur compétence technique : les statuts se bornent à indiquer : « *the Trustees shall ensure that the Board is not dominated by any particular constituency or geographic interest* ».

En d'autres termes, l'IASB est bien une organisation mondiale plutôt que multinationale : ses statuts ne donnent pas de rôle aux États et ne cherchent pas à établir un équilibre entre nations, seulement entre grandes zones géographiques et de manière peu contraignante. Le résultat pratique actuel est la surreprésentation au sein de l'IASB des pays de langue anglaise, sur laquelle nous reviendrons. Organisation mondiale, l'IASB n'a pas de caractère spécifiquement européen, contrairement à ce que laisse parfois penser l'opposition avec le FASB parfois présentée comme une rivalité transatlantique. Formellement, l'Union européenne n'a du reste aucun rôle spécifique dans la gouvernance de l'IASB.

En revanche, l'Union européenne a décidé d'adopter les normes IAS/IFRS élaborées par l'IASB pour les comptes consolidés des sociétés cotées européennes à partir de l'exercice 2005 (règlement communautaire du 19 juillet 2002). Pour acquérir force légale dans l'Union européenne, les normes IAS/IFRS sont soumises à un « mécanisme d'adoption » communautaire :

- chacune des normes fait l'objet d'un avis consultatif émis par un comité composé de professionnels, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), placé auprès de la Commission.
- À la lumière de l'avis de l'EFRAG, la décision est prise par un comité de représentants des États membres, l'ARC (*Accounting Regulatory Committee),* qui vote à la majorité qualifiée.

Pour ce mécanisme d'adoption qui s'inspire des dispositions en vigueur en France et en Allemagne, le règlement du 19 juillet 2002 évoque trois critères d'appréciation : la conformité aux textes législatifs européens existants (notamment les directives comptables héritées du passé) ; la capacité à donner lieu à une information financière de haute qualité ; et la contribution au « bien public européen », catégorie assez générale qui permet de donner plus de marge de manœuvre à la décision de l'ARC.

L'existence de ce mécanisme d'adoption donne donc en principe à l'Union européenne un levier significatif pour influencer en amont le processus de décision de l'IASB : en effet, l'Europe est actuellement, et de loin, la principale économie développée à avoir adopté le référentiel IAS/IFRS et un

refus d'adoption d'une norme par l'Union européenne pourrait nuire à la crédibilité globale de la démarche de l'IASB. Toutefois, l'Union européenne s'est aussi « liée les mains » en se donnant la capacité d'accepter ou de rejeter une norme de l'IASB, mais pas celle de l'amender ou de proposer formellement des modifications rédactionnelles. À ce jour (mai 2003), aucune norme n'a encore été adoptée selon ce mécanisme, en raison notamment des vifs débats relatifs aux normes IAS 39 et IAS 32 sur la comptabilisation des actifs financiers, qui ont empêché pour l'instant une adoption « en bloc » de l'ensemble des IAS un moment envisagée.

3. L'équilibre entre parties prenantes

La comptabilité s'adresse à plusieurs utilisateurs différents : les actionnaires bien sûr, mais aussi les créanciers (et derrière eux, les autorités de surveillance prudentielle), l'État dans ses différentes fonctions (notamment le prélèvement fiscal et la statistique nationale), et finalement l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Le modèle de gouvernance peut varier selon l'importance respective accordée à ces différentes parties prenantes. Par exemple, en France, la tradition d'intervention de l'État dans l'économie a donné historiquement un pouvoir déterminant à l'administration fiscale (et, dans une moindre mesure, à l'INSEE et à la Banque de France) dans la détermination des normes comptables. À l'inverse, leurs équivalents américains (*Internal Revenue Service*, administrations statistiques fédérales, *Federal Reserve*) sont relativement peu présents dans l'élaboration des normes US GAAP, ce qui les a conduits à développer leurs propres conventions comptables : notamment, les *« tax accounts* » des entreprises américaines sont sensiblement différents des « *book accounts* ».

Cette pluralité de motivations est reflétée par la diversité dans les « tutelles » publiques des organisations dans les différents pays : le ministère des Finances (donc l'administration fiscale) en France, le ministère de la Justice (responsable du droit des sociétés et de la législation sur les faillites, donc protecteur en dernier ressort des créanciers) en Allemagne, la SEC aux États-Unis. Les préférences nationales traditionnelles, allant à l'État en France, aux banques en Allemagne, et aux investisseurs sur les marchés de capitaux aux États-Unis, sont particulièrement visibles dans ces différences d'organisation.

En « deuxième niveau », les normalisateurs comptables nationaux sont toujours indirectement dépendants du législateur, qui fixe le cadre général dans lequel s'exerce leur activité. Ainsi, l'autorité donnée à la SEC sur la normalisation comptable aux États-Unis résulte des lois boursières de 1933 et 1934 consécutives au krach de 1929. Le contrôle parlementaire est ainsi un élément de la gouvernance de la normalisation comptable, qui permet en principe à l'ensemble des parties prenantes d'être représentées. On l'a bien vu au début des années quatre-vingt-dix, lorsque la volonté du FASB de

comptabiliser les stock-options en charges dans le compte de résultat s'est heurtée à la volonté du Congrès, lequel a obtenu le retrait du projet. Cet épisode peut être considéré comme une victoire collective des entreprises (notamment celles du secteur des nouvelles technologies, qui ont su se faire entendre bruyamment au Congrès), contre les investisseurs auxquels le FASB et la SEC avaient donné la priorité[1]. En France, le mécanisme correspondant est la responsabilité générale du gouvernement devant le Parlement, puisqu'à proprement parler c'est le ministre des Finances qui détermine les normes comptables ; le CNC n'ayant qu'un rôle consultatif, appuyé sur un texte de nature réglementaire et non législative (décret du 26 août 1996) dans l'esprit de l'article 37 de la Constitution.

De ce point de vue, l'IASB est bien spécifique puisque son existence précède sa « mise sous tutelle » publique, laquelle, en l'absence du moins d'un gouvernement mondial, ne peut être par définition que partielle. Par rapport à la tradition française, l'IASB, comme le FASB aux États-Unis, a choisi de mettre nettement plus l'accent sur la communauté des investisseurs comme utilisateurs privilégiés des normes comptables, mais ce choix lui est propre et n'a pas été imposé par une autorité de supervision. Ceci se traduit par le fait que son principal interlocuteur institutionnel au niveau mondial est l'IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*, ou OICV – Organisation internationale des commissions de valeurs), qui rassemble la SEC, la FSA britannique, la COB française et les autres régulateurs boursiers.

Dans cette perspective, la relation de l'IASB avec les différentes parties prenantes peut être résumée en deux questions :

• l'IASB a-t-il raison de donner priorité aux investisseurs dans l'élaboration de ses normes ? Les marchés d'actions mondiaux attachent une importance incontestable à l'information comptable et ont vis-à-vis de cette information des besoins spécifiques, centrés sur l'analyse de la valeur. La priorité que leur donne l'IASB peut être jugée justifiée par leur place dans le financement de l'économie et de la croissance ; mais dans quelle mesure cette priorité doit-elle être exclusive ? L'IASB se déclare au service des opérateurs sur les marchés financiers et des « autres utilisateurs » (sa mission est décrite comme « *help participants in the world's capital markets and other users make economic decisions* »). Pourtant, les besoins, notamment, des autorités fiscales et de surveillance prudentielle (dans les secteurs de la banque et de l'assurance) n'occupent pas une place majeure dans les travaux de l'IASB. Cette situation n'est pas surprenante dans la mesure où les marchés de capitaux sont beaucoup plus unifiés mondialement que les autres utilisateurs de la comptabilité. Il est possible qu'elle donne lieu à l'avenir à une dissociation de plus marquée entre la comptabilité fiscale, la

(1) Dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les investisseurs ont en effet pâti du développement des attributions massives de stock-options aux dirigeants, auxquels leur non-comptabilisation dans le compte de résultat a probablement contribué.

comptabilité prudentielle et la comptabilité selon les normes IAS/IFRS, comme c'est aujourd'hui le cas aux États-Unis, avec des risques d'incohérences et de coûts élevés dans le traitement de l'information financière ;

• l'IASB procède-t-il véritablement selon les intérêts des investisseurs ? Certains en doutent[2]. L'élément le plus frappant est en fait l'absence relative des investisseurs dans les débats de normalisation comptable : dans la discussion animée sur l'IAS 39 par exemple, on a jusqu'à présent beaucoup entendu les banques, un peu les professionnels de la comptabilité, mais bien peu les opérateurs des marchés de capitaux. Une participation plus active des investisseurs et de leurs représentants dans le débat comptable est le seul moyen d'assurer de manière crédible un alignement des travaux de l'IASB sur leurs préoccupations. En filigrane se pose la question de la dépendance intellectuelle de l'IASB vis-à-vis de la profession de l'audit, jugée excessive par certains observateurs.

4. La relation Union européenne-IASB

En principe, le « mécanisme d'adoption » instauré par le règlement du 19 juillet 2002 pourrait permettre à l'Union européenne de développer avec l'IASB une relation en partie comparable à celle des gouvernements nationaux vis-à-vis de leurs organismes respectifs de normalisation comptable. Pour poursuivre la comparaison avec les systèmes nationaux, l'interlocuteur de l'IASB est la Direction générale marché intérieur de la Commission (et les ministères des Finances des États Membres dans l'*Accounting Regulatory Committee*), et non les autorités boursières comme c'est le cas aux États-Unis. De ce point de vue, la diversité des utilisateurs de la comptabilité est présente dans le mécanisme d'adoption des normes par l'Union européenne plus que dans les structures propres de l'IASB lui-même avec leur prédilection pour le point de vue des investisseurs.

L'effectivité réelle du levier que constitue pour l'Union européenne l'existence du mécanisme d'adoption reste pourtant difficile à apprécier à ce jour. Le principal élément disponible est le débat sur la norme IAS 39, sur laquelle (en mai 2003) l'Union européenne éprouve encore quelque difficulté à prendre clairement position. La discussion est en outre compliquée par la contrainte du calendrier : dans le processus déjà très tendu que constitue l'application obligatoire des IAS/IFRS par les sociétés cotées européennes à l'horizon 2005, l'introduction d'un délai supplémentaire à cause des désaccords sur IAS 39 ne serait dans l'intérêt de personne, sauf bien entendu à vouloir compromettre l'adoption de ces normes par l'Union.

(2) 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 « Quels impacts pour le directeur financier et le trésorier ? », *Les Dossiers Finance*, n° 1, IAS/IFRS 2005, octobre 2002.

En théorie, comme on l'a vu, l'Union européenne devrait pouvoir exercer une influence déterminante sur l'IASB dont elle est pour l'instant le principal « client ». Mais la réalité de cette influence dépendra beaucoup de l'habileté avec laquelle les acteurs publics européens chercheront à l'exercer, et de leur capacité à surmonter leurs différends internes pour présenter des positions unifiées, articulées et cohérentes dans le dialogue avec l'IASB. Il n'est pas acquis que les moyens d'expertise actuels de l'Union européenne dans le domaine comptable et ses mécanismes de décision lui permettent d'atteindre cet objectif ; à défaut, et faute d'alternative crédible à l'adoption des IAS/IFRS, elle risque de se retrouver, au moins à court terme, dans un rapport de forces assez défavorable vis-à-vis de l'IASB.

Enfin, le Parlement européen, quant à lui, ne peut pas jouer le même rôle qu'un parlement national en raison du caractère limité de ses pouvoirs sur le processus de décision communautaire. Les parlementaires européens ont indiqué leur vigilance sur l'adoption des IAS, notamment dans le cadre des débats sur l'IAS 39, et un mécanisme de suivi a été introduit ; mais le Parlement européen ne peut pas de sa propre initiative réformer le processus d'adoption qu'il a contribué à mettre en place.

5. Un déséquilibre transatlantique ?

Au moment de la décision communautaire d'adoption des normes IAS/IFRS, celles-ci ont parfois été présentées comme une réponse européenne à la domination des US GAAP dans la perception des marchés financiers mondiaux. En réalité, cette présentation mérite d'être fortement nuancée. À plusieurs points de vue, l'Europe exerce en effet aujourd'hui moins d'influence que les États-Unis sur les travaux de l'IASB, alors même qu'elle a décidé d'adopter les normes élaborées par celui-ci.

L'aspect le plus visible de ce déséquilibre, et peut-être le plus lourd de charge symbolique, concerne la prépondérance actuelle du monde anglophone dans le *Board* de l'IASB, avec dix membres sur quatorze provenant des États-Unis et des pays du *Commonwealth*. Cette caractéristique risque de nuire à la légitimité de l'autorité de l'IASB, vis-à-vis de l'Europe mais aussi d'autre pays susceptibles de faire référence à ses normes. L'argument de l'IASB, selon lequel les meilleurs experts comptables mondiaux sont actuellement anglophones, n'est pas dénué de fondement ; toutefois, une approche plus ouverte aurait des avantages. L'accroissement de la proportion des non-anglophones (Européens continentaux, Asiatiques, représentants des pays émergents) dans le *Board* de l'IASB pourrait modifier la nature de ses débats et améliorer sa capacité à prendre en compte la grande diversité de situations mondiales vis-à-vis de certaines normes.

Le second aspect concerne la convergence entre le référentiel IAS/IFRS et celui des US GAAP, en vigueur aux États-Unis. Le 18 septembre

2002, l'IASB et le FASB ont convenu d'un calendrier et d'une méthode pour progresser en ce sens (« accord de Norwalk »), mais cette convergence pose des questions de gouvernance auxquelles ni l'IASB ni le FASB n'ont pour l'instant apporté d'éléments de réponse. En effet, si ce processus ne doit pas aboutir à l'alignement pur et simple d'un référentiel sur l'autre, qui serait inacceptable d'un point de vue politique, alors il implique nécessairement une perte d'autonomie acceptée par chacun des deux acteurs – ce qui, dans le cas notamment de la partie nord-américaine, ne va pas de soi, surtout dans la période actuelle. Par ailleurs, en supposant qu'une convergence totale ou quasi-totale des deux référentiels de normes soit atteinte à un moment donné, la manière dont ces normes devraient évoluer ultérieurement selon un processus concerté entre l'IASB et le FASB n'est pas aujourd'hui définie. Dans l'immédiat, l'engagement des deux organisations à progresser dans la voie de la convergence accroît incontestablement l'influence nord-américaine sur les travaux de l'IASB.

Pourtant, le déséquilibre transatlantique qui existe aujourd'hui dans la gouvernance de l'IASB est avant tout une conséquence de la faiblesse de l'Europe, plus que d'une volonté de domination nord-américaine. Cette faiblesse se constate sur le triple plan des marchés de capitaux, des capacités d'expertise et de l'organisation institutionnelle. La moindre vigueur des marchés de capitaux européens, et l'absence d'opérateurs européens comparables aux investisseurs institutionnels ou aux grandes banques d'investissement nord-américaines, joue naturellement en défaveur de l'Europe compte tenu de la volonté de l'IASB de servir avant tout les besoins des opérateurs intervenant sur ces marchés. Sur le plan de l'expertise, la domination américaine – ou plus exactement anglophone – dans les métiers de la comptabilité joue massivement en défaveur de la capacité de l'Union européenne à développer un dialogue équilibré avec l'IASB, malgré l'instrument que devrait constituer pour elle l'existence du mécanisme d'adoption des normes au cas par cas.

Mais la faiblesse principale de l'Europe se situe sur le terrain institutionnel, particulièrement en matière de régulation des marchés financiers. Comme on l'a vu, les autorités de régulation boursière ont une position importante dans le débat comptable, car elles sont les principaux responsables du contrôle de l'application (*enforcement*) des normes dans leurs juridictions respectives ; l'IASB en a fait, à travers son dialogue avec l'IOSCO, ses principaux interlocuteurs formels dans la sphère gouvernementale. Or, du fait du morcellement de la régulation boursière en Europe, la SEC pèse aujourd'hui d'un poids bien plus déterminant vis-à-vis de l'IASB que n'importe quelle autorité de régulation européenne – alors même que l'Union européenne a adopté les IAS/IFRS, et pas les États-Unis.

Dans le domaine des normes comptables comme pour d'autres aspects du fonctionnement des marchés de capitaux, le seul moyen pour l'Europe de retrouver une certaine souveraineté serait l'intégration de la régulation boursière sur le territoire de l'Union autour d'une autorité forte, même si

celle-ci devrait naturellement fonctionner sur un mode beaucoup plus décentralisé que la SEC aux États-Unis. Le processus de normalisation comptable internationale, et notamment sa capacité à prendre en compte les intérêts spécifiques des pays européens, serait sensiblement modifié si la régulation boursière en Europe était rassemblée autour d'une autorité qui serait à même d'exprimer une position unifiée vis-à-vis de l'IASB.

En conclusion, la décision d'adoption des normes internationales par l'Union européenne n'a pas mis un terme au débat sur la gouvernance dans ce domaine : celui-ci, au contraire, ne fait que commencer. Les péripéties de la discussion sur la comptabilisation des actifs financiers ne doivent pas, à ce titre, cacher les enjeux plus fondamentaux. À moyen terme, la capacité européenne à maintenir une influence sur la normalisation comptable est étroitement liée à l'intégration de la régulation boursière en Europe, dont l'importance et la nécessité apparaîtront de plus en plus évidentes au cours des années à venir.

Références bibliographiques

Benston G., M. Bromwich, R.E. Litan et A. Wagenhofer (2003) : *Following the Money. The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure*, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies.

Casta J-F. et B. Colasse (2001) : *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, Economica.

Conac P-H. (2002) : *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, Bibliothèque de droit privé, LGDJ.

Crouzet P. et N. Véron (2002) : *La mondialisation en partie double : la bataille des normes comptables*, En Temps Réel.

DiPiazza S.A. et R.G. Eccles (2002) : *Building Public Trust. The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons.

PricewaterhouseCoopers (2002) : *The Best Voices of IAS/IFRS*, CD-Rom.

Véron N. (2003) : « Un gouvernail pour le capitalisme européen ? », *Commentaire,* n° 101, pp. 127-136.

Groupes industriels et commerciaux européens, doctrine et pratiques (2002) : *L'information financière 2002*, CPC.

Complément B

Langues comptables et filière du chiffre

Manuel Plisson et Côme Segretain

Doctorants à l'Université Paris-Dauphine

La normalisation comptable de l'IASB pousse en avant une comptabilité particulière, à destination des marchés financiers et de la filière du chiffre. Dans la mesure où la comptabilité est une expression propre aux entreprises, pas aux marchés de capitaux, les choix opérés par l'IASB restent arbitraires. Ils expriment une forme particulière du langage comptable. Celui-ci se décline différemment suivant les partenaires de l'entreprise auxquels il s'adresse. Il serait dommage que l'unification des règles comptables européennes se fasse au détriment de la majorité des locuteurs de la comptabilité. C'est pourquoi la diversité des langues comptables européennes, tournées vers l'ensemble des partenaires de l'entreprise, doit compter dans le processus d'harmonisation comptable en cours.

1. La comptabilité est le langage des entreprises

1.1. La comptabilité est propre aux entreprises

Il est fréquent de désigner la comptabilité comme la langue ou le langage commun, alternativement, de l'économie, du capitalisme ou des entreprises. Est-il possible d'y voir plus clair dans ces appellations qui ne sont pas synonymes ? Pour répondre à cette question envisageons dans un premier temps de définir la comptabilité par ses fonctions. Celles-ci sont multiples, à l'image des besoins(1) variés de ses différents utilisateurs. Néanmoins il est ordinai-

(1) Dans une étude qui a eu une influence notable sur l'élaboration du cadre conceptuel canadien au début des années quatre-vingt, E. Stamp recense par exemple treize catégories de besoins : la gestion (efficience), les perspectives futures, la solvabilité, les risques, la répartition des ressources, la comparabilité, la répartition des dettes, la conformité aux lois, la contribution à l'économie nationale, l'adaptabilité de la firme.

rement reconnu à la comptabilité trois fonctions fondamentales[2] : enregistrer les échanges, mesurer la performance (profit et patrimoine) et permettre l'exercice du contrôle.

Admettons pour le moment que la comptabilité constitue une langue ou un langage, peut-on dire qu'elle le soit pour l'ensemble de l'économie ? Non, toute l'économie ne se résume pas à des relations d'échange, à vocation performante et nécessitant un contrôle. Ainsi pour reprendre le premier terme, il existe une économie publique, y compris dans les pays où le capitalisme financier est majoritaire. Or l'économie publique est justement la rupture de l'économie de l'échange (le marché). Cette économie publique est celle de la défense, de la santé, de l'éducation… dans chacun de ces exemples la relation bilatérale de l'échange est dépassée par l'intervention d'une tierce personne prescriptrice ou payeur qui n'est ni l'offreur ni le demandeur. La comptabilité, si elle est un langage ou une langue, ne l'est donc pas pour toute l'économie.

Peut-on dire alors que la comptabilité est le langage exclusif du capitalisme ? Non plus, car il existe une comptabilité non capitaliste. La comptabilité enregistre les échanges, mesure la performance et permet le contrôle. Or il existe des systèmes économiques à la fois d'échange, recherchant la performance et constituées d'intermédiaires à contrôler qui ne sont pas des économies capitalistes (en entendant par économie capitaliste, une économie caractérisée par la propriété privée des entreprises) et qui possèdent leur comptabilité. Ainsi l'économie de marché modélisée avec la postérité que l'on connaît par Walras n'est que partiellement capitaliste. Plus concrètement peut-on dire qu'EDF soit une entreprise capitaliste ? Non ; elle n'est pas détenue par des personnes privées. Peut-on soutenir qu'elle n'ait pas de comptabilité ? Non plus, elle est soumise aux règles comptables s'imposant aux entreprises françaises. Exit donc la formulation « comptabilité langue ou langage du capitalisme ». Remarquons simplement que la notoriété de la comptabilité est particulièrement étendue au sein d'une économie de capitalisme financier désintermédié. Nous verrons plus loin quelle comptabilité.

Retenons donc que la comptabilité, définie par ses fonctions (échange/performance/contrôle), est propre aux entreprises. Ces dernières étant les seules entités se plaçant dans l'économie de l'échange, difficiles à contrôler et dont la performance n'est pas immédiate à appréhender. Est-il possible de justifier la comparaison de la comptabilité soit avec le langage soit avec la langue ?

(2) Voir par exemple Michel Capron (1993) : *La comptabilité en perspective*, La Découverte, p. 79.

1.2. La comptabilité répond à la définition structuraliste du langage

Selon les travaux du linguiste Saussure, père du structuralisme, le langage est un système composé de différentes catégories d'unités se définissant les unes par rapport aux autres. Il est un système construit par une logique interne. La propriété fondamentale de cette construction est la double articulation ; les phonèmes s'articulent en monèmes qui s'articulent pour exprimer un sens. Est-il possible de retrouver au cœur de toute comptabilité, une double articulation similaire ? Un tel parallèle n'a pas pour unique objet de filer la métaphore linguistique sur la comptabilité. Elle permettra de dire ce qui relève de la comptabilité en se posant non plus la question de son objet (échange/performance/contrôle) mais cette fois la question de sa nature.

La double articulation fondamentale de la comptabilité est celle des écritures successives qui forment les comptes au moyen de la partie double, comptes qui s'articulent ensuite dans les états financiers de synthèse. Quel est l'intérêt de cette double articulation ? Comme pour le langage, elle permet de réaliser des économies systémiques. La mémoire humaine, pas plus que les capacités de la gorge, ne permettent ni de connaître ni de prononcer un son pour chaque sens imaginable. Par contre, les mêmes phonèmes et monèmes s'articulent à l'infini pour exprimer toutes les significations possibles correspondant à la logique, à l'expérience ou à l'envie des hommes, au gré des circonstances. Décrivons plus précisément les articulations comptables évoquées. Il est possible de conserver la mémoire des transactions en enregistrant sur un livre toutes les écritures successivement. Le résultat est à la fin de l'année une suite fastidieuse, redondante et hétérogène d'enregistrements divers. Cette succession correspond à l'abstraction récapitulative des mouvements observés sur la trésorerie. Ce système permet de contrôler la trésorerie et d'enregistrer les transactions, pas de mesurer la performance.

Première articulation, portons ces écritures dans des comptes spécifiques, dédiés à certaines transactions, à l'exclusion de toutes les autres. Première utilité, les entrées et les sorties se compensent, seconde utilité, la lecture du solde est immédiate tous les jours. Il faut pour cela créer des comptes distincts de ventes, de matières et inventer la notion de résultat. C'est dans ce compte que l'on portera la différence entre le prix de vente et le prix d'achat pour une même quantité de produit. Pour faire fonctionner ce compte et les autres comptes de patrimoine, toute transaction doit être enregistrée deux fois ; c'est le principe de la partie double.

Il faut remarquer qu'on ne retrouve pas cette première articulation dans ce qu'on appelle la « comptabilité publique ». Tout simplement parce que l'État, n'intervenant pas en tant qu'échangeur[3], n'a pas de patrimoine à faire croître. Ainsi aussi fouillé soit-il, l'enregistrement des opérations de

(3) La relation entre l'individu et l'État n'est pas un échange bilatéral ; l'individu ne choisit pas ce qu'il donne à l'état, non plus ce qu'il reçoit, la collectivité s'en charge pour lui.

l'état n'est jamais qu'une suite de ventilations et de classifications d'un compte unique, le compte de trésorerie. Tout comme un ménage scrupuleux[4] peut classer ses dépenses en une multitude de déclinaisons (loyer, courses, habillement, voiture…), l'état ventile son compte unique de trésorerie en une multitude de sous-comptes, qu'il présente ensuite dans des états récapitulatifs. On confirme ainsi que la comptabilité est le langage, des entreprises en particulier et pas de l'économie en général.

La seconde articulation de la comptabilité permet de rassembler les différents comptes en états de synthèse récapitulatifs. Ces états sont le bilan, qui présente les possessions et dettes de l'entreprise, le compte de résultat, qui mesure le profit de la période incrémentant le patrimoine de l'entreprise et le tableau de flux qui analyse l'évolution de la trésorerie. À nouveau cette articulation permet une expression économique. Synthétique en fait. La différence avec le langage est qu'elle ne permet pas toutes les expressions. Cette deuxième articulation ne permet pas aux entreprises de tout dire, contrairement à celles du langage des hommes. Cette deuxième articulation formate l'expression dans un sens déterminé, déterminé par la normalisation comptable. Mais cette normalisation, elle, peut prendre tous les sens que l'on souhaite.

2. Multiplicité des locuteurs et des langues comptables

2.1. Délégations économiques et communication comptable

L'homme est doué de langage car il n'est pas seul. Comme le langage, la comptabilité naît d'un besoin de représentation et de communication au sein d'un groupe social. Ce besoin de représentation (quel résultat, quel patrimoine, quelles dettes ?) et de communication (satisfaire à la nécessité du contrôle) est intrinsèque aux objectifs économiques et aux principes de fonctionnement par délégation des entreprises.

Ainsi la comptabilité naît de cette forme particulière de responsabilité qui consiste à devoir rendre des comptes et qu'on désigne en anglais par le terme *accountability*. Cette relation relie trois personnes. On distingue l'*accountee* (le mandant, qui délègue une responsabilité), de l'*accountor* (celui qui doit rendre des comptes) et enfin l'*accountant* (celui qui établit les comptes).

Cette représentation des trois parties prenantes aux comptes est en général utilisée avec dans le rôle de l'*accountor*, le dirigeant, dans celui de l'*accountant* l'expert-comptable et dans celui de l'*accountee*, l'actionnaire anonyme. Mais la comptabilité permet de résoudre d'autres situations de délégations au sein de l'entreprise. En particulier le mandant peut être in-

(4) On peut se reporter agréablement à l'exemple du couple Jean et Françoise dans le livre de Jean Fourastié (1998) : *La comptabilité*, PUF, 21e édition, p. 17.

carné par différent personnages, comme le propriétaire ou les quelques actionnaires ou la multitude d'investisseurs, comme les salariés et leurs représentants, comme l'État et comme les différents créditeurs enfin.

La comptabilité est donc utilisée par divers ensembles d'individus formant des communautés qui partagent chacune en leur sein un objectif (par exemple prendre des décisions d'investissement ou bien suivre le risque de faillite) et toutes ensemble une méthode (en analysant les comptes). Tous ne sont pas normalisateurs comptables et ont appris la comptabilité par sa pratique, comme l'usage d'une langue. Ils ne cherchent pas à justifier la comptabilité mais à l'utiliser.

2.2. Le langage comptable et les langues comptables

Ainsi, tout comme le langage, la comptabilité est une institution humaine(5), qui prend différentes modalités, au travers de différentes langues. Dès lors on comprend mieux le foisonnement des diverses comptabilités. Toutes les entreprises de tous les systèmes économiques tiennent le même langage, le langage comptable, mais ils ne parlent pas tous la même langue. De même que le langage des hommes se déclinent en langues latines, germaniques, indiennes… la comptabilité se décline suivant les époques et les lieux en comptabilité de gestion, comptabilité analytique, comptabilité des coûts, comptabilité générale, comptabilité financière, comptabilité actionnariale, comptabilité partenariale… Toutes structurellement comparables et pourtant aux modalités plus ou moins dissemblables.

Ces différentes langues comptables se différencient par les différents utilisateurs auxquels elles s'adressent, c'est-à-dire par les locuteurs qui les véhiculent. Elles se différencient aussi par les spécificités des règles juridiques extra-comptables de leur environnement. Elles ont toutes en commun la première articulation comptable, la partie double, et diffèrent par la seconde articulation comptable, la construction des états financiers. La vérité comptable est donc toute relative, car c'est une construction sociale(6), produit et instrument de ses divers locuteurs. Prétendre additionner la vérité des marchés financiers et la vérité de la comptabilité, c'est oublier deux fois le relativisme des organisations sociales.

(5) Martinet André (1991) : *Éléments de linguistique générale*, Armand Colin, p. 9.

(6) Morgenstern Oskar (1970) : *L'illusion statistique : précision et incertitude des données économiques,* Princeton University Press, 2e édition, 1970, p. 74.

3. La langue de la filière du chiffre

3.1. La langue de la mondialisation financière

L'industrie du chiffre utilise une langue spécifique du langage comptable. Elle fait un recours tel au langage comptable qu'on pourrait croire qu'il est son expression propre. Mais nous considérons que la comptabilité est le langage des entreprises. Par contre la comptabilité financière à destination des actionnaires éloignés de la gestion des entreprises est propre à l'industrie du chiffre. Elle est sa langue. La filière du chiffre parle aux investisseurs anonymes (particuliers et institutionnels), elle rapporte aux investisseurs anonymes, elle oriente les investisseurs anonymes, elle vit de la puissance de l'épargne des investisseurs anonymes dont elle est le phare (malheureusement ce phare n'est pas toujours placé sur les récifs, comme les derniers naufrages financiers l'ont montré). De ce point de vue il est extraordinaire que le dernier maillon de l'information financière comptable, la reçoive « à l'oral »[7], alors que le langage comptable est fondamentalement « écrit »[8]. C'est à l'écrit qu'il est construit, c'est à l'écrit qu'il faut le comprendre. Le comprendre en le manipulant, le comprendre en l'analysant, le comprendre en se l'appropriant. Toute communication du type « notre résultat d'exploitation a crû de 15 % cette année » est, même de bonne foi, réductrice et orientée. Ainsi le gérant d'actif, en conversation téléphonique avec son camarade analyste, comme le particulier qui assiste aux assemblées générales, essaient de prendre des décisions, ou de ramasser des actions, en utilisant une seule dent du râteau. L'analyste, lui, aura peut-être fait un travail complet d'appropriation de la comptabilité, par exemple en réalisant ses propres projections. Mais le produit de ce travail lui sert de marketing personnel. Il reformule la comptabilité dans la dernière représentation à la mode, par exemple la méthode EVA, en conserve jalousement le fondement, tient au secret ses méthodes et surtout ses erreurs et communique sur son résultat, c'est-à-dire son opinion.

La filière du chiffre, à la pointe de la langue comptable à destination des actionnaires, entend faire de cette langue la pointe du langage comptable voire la seule langue comptable. De même qu'il est plus économique de ne communiquer que dans une seule langue sur la planète, pourquoi s'épuiser à posséder tout un jeu de langues comptables, alors qu'une seule irait tout aussi bien ? Mais c'est oublier que la langue structure la pensée. Une seule langue, une seule pensée. Donc c'est oublier que la comptabilité est l'expression de l'organisation économique des entreprises. Une seule compta-

(7) Même une note d'analyste écrite a pour ce qui nous intéresse ici un caractère oral. Elle est incomplète et bien souvent un support pour la discussion. Elle devient un document écrit pour un autre participant de l'industrie du chiffre, par exemple le chargé d'affaires en fusions et acquisitions, qui y trouvera de quoi alimenter sa propre réflexion écrite.

(8) Est-ce là la limite intrinsèque de cette métaphore linguistique ? Le langage est une formulation orale, retranscrite à l'écrit. La comptabilité est une formulation écrite et articulée, puis retranscrite abusivement à l'oral.

bilité, une seule organisation économique des entreprises. Voilà tout l'enjeu de l'harmonisation européenne en cours des normes comptables, premièrement on va vers une langue comptable unique, deuxièmement cette langue est celle de la filière du chiffre.

Cette langue est particulièrement adaptée au modèle de gouvernance américain ou anglo-américain. Mais celui-ci nécessite pour un fonctionnement socialement optimal des pré-requis historiques et ne peut prétendre à l'universalité. Ces pré-requis n'existent pas dans la plupart des pays non anglophones, comme au Japon où les firmes sont plutôt contrôlées par leurs salariés[9]. C'est pourquoi les autres langues comptables, dont les locuteurs sont à rechercher dans l'ensemble des partenaires de l'entreprise et pas seulement chez les investisseurs, ne doivent pas devenir des langues mortes.

3.2. Pour une harmonisation comptable plus souple

Toute la difficulté dans la construction d'un référentiel comptable réside dans la résolution de la contradiction[10] comptable fondamentale. Celle-ci oppose la nécessaire rigidité des règles et du processus comptable – qui cherche à garantir la permanence des méthodes et la validité des résultats – et la souplesse d'utilisation souhaitée du produit de l'organisation comptable, les états financiers. Ces documents doivent réussir le tour de force de servir au mieux les objectifs non convergents du propriétaire, des actionnaires, des investisseurs, des obligataires, des banquiers, des autres créditeurs, de l'administration fiscale, des statistiques économiques, des dirigeants et des salariés. Ils doivent réussir le deuxième tour de force de satisfaire ces différents besoins sans noyer les utilisateurs sous un détail inutile. C'est à ces conditions qu'on pourra saluer la naissance d'une véritable langue comptable, qui ne saurait être à usage ou locuteur unique.

En recherchant une expression comptable optimale pour les marchés financiers, l'IASB laisse de coté les autre utilisateurs comptables. La bataille en cours autour des normes comptables applicables à l'assurance en constitue une bonne illustration.

Du point de vue prudentiel, la représentation comptable actuelle est l'outil de suivi de la solvabilité des assureurs. Or, le souhait de l'IASB de communiquer la valeur instantanée des firmes, par l'évaluation en valeur de marché des postes du bilan, va à l'encontre de la logique économique de détention des actifs. Ceux-ci couvrent les engagements de l'assureur pour les échéances adéquates et ne sont pas destinés à être cédés au jour de l'inventaire. Ainsi à trop vouloir coller aux cotations, l'IASB frôle le contre-sens

(9) Aoki (2000) : *Information, Corporate Governance and Institutional Diversity,* Oxford University Press.

(10) Colasse Bernard (1987) : « La notion de normalisation comptable : entre normalisation industrielle et normalisation sociale », *Revue Française de Comptabilité,* septembre, pp. 42-46.

économique. Du point de vue managérial, compte tenu de l'instabilité des hypothèses des modèles dit « en valeur de marché », la performance restituée par les états comptables va varier dans des proportions importantes d'une année sur l'autre. Or ces variations ne seront pas explicables par la gestion propre de l'assureur, ni relié à la réalité des primes encaissées et des sinistres payés.

L'harmonisation comptable européenne doit se faire sur une langue comptable riche et utile pour l'ensemble des partenaires des entreprises et non sur une langue idéologiquement figée sur les marchés de capitaux. La baisse des coûts de transaction réclame une langue comptable unique ; elle doit tenir compte de toutes les influences européennes. C'est pourquoi chacun doit mettre du sien dans l'harmonisation comptable en cours. La comptabilité est trop capitale dans la représentation économique pour que ce métissage ne soit pas tenté.

Résumé

Que révèlent les scandales financiers récents (Enron, Worldcom…) ? Les défaillances des normes comptables, des acteurs de la filière du chiffre, de la *corporate governance*, ou plus généralement des modes de régulation ? Quelles sont les conditions du retour à la confiance dans un monde post-Enron ? Telles sont les questions que les deux rapports, celui de Jacques Mistral et celui de Christian de Boissieu et de Jean-Hervé Lorenzi, se posent.

Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise

Le rapport de Jacques Mistral poursuit principalement trois objectifs. Il cherche à comprendre comment l'information financière a pu être dévoyée à tel point et à faire la part dans les scandales récents, entre ce qui relève de la comptabilité de ce qui relève des autres acteurs. Il présente les deux chantiers de réformes des normes comptables – l'US GAAP aux États-Unis et l'IAS/IFRS à l'échelle internationale – et s'interroge sur la pertinence du projet de *full fair value* du normalisateur international. Il explore enfin les nouveaux horizons de la communication financière, l'information extra-comptable et l'utilisation d'Internet.

Quatre grandes failles des normes comptables…

Les scandales financiers mettent en lumière quatre grandes failles des normes comptables dans lesquelles se sont engouffrés des managers indélicats :

• l'évaluation des revenus et des charges : Worldcom est coupable de fraude monumentale pour avoir dégagé des profits inexistants ; l'origine comptable de la manipulation tient à ce que des dépenses liées à l'acquisition de nouveaux clients ont été traitées comme des investissements. Cette pratique, qui ici relève d'une tromperie manifeste, soulève néanmoins une vraie question : les dépenses liées aux actifs intangibles sont-elles des investissements ou des charges d'exploitation ?

• la réévaluation du bilan : Enron est parvenu à gonfler la valeur de certains de ses actifs peu productifs en inventant des transactions fictives avec des filiales cachées et en prenant ces transactions comme étalon de la « juste

valeur ». S'il est vrai que la « juste valeur » s'impose naturellement en comparaison de l'évaluation au coût historique, référence apparemment objective mais objectivement trompeuse, elle n'est néanmoins correctement mesurée que s'il existe un marché profond et pas trop volatile auquel on puisse se référer pour procéder à cette évaluation ;

• les engagements hors bilan : Enron a utilisé frauduleusement des structures financières dénommées *Special purpose entities* pour camoufler des investissements déficitaires. Ces structures permettent de sortir du bilan des actifs sans les consolider. Qu'en penser ? *A priori* si une société porte une dette, il faut qu'elle figure au bilan. Encore faut-il que les comptables puissent interpréter de manière cohérente les implications financières des transactions concernées. Le sujet est de fait extrêmement compliqué et il est impossible de donner une règle unique à la consolidation de tels engagements ;

• la divulgation d'informations matérielles : Enron est devenu célèbre pour l'opacité des commentaires par lesquels l'entreprise s'acquittait formellement de cette obligation ; quelques notes de bas de page ont servi à masquer les transactions par lesquelles l'entreprise procédait à l'habillage de son bilan. Pourtant les principes comptables exigent la communication par le management des informations matérielles pour l'interprétation des chiffres.

Ces affaires frauduleuses sont aussi révélatrices d'une imagination comptable qui s'est largement développée dans la décennie quatre-vingt-dix au service d'une nouvelle stratégie de communication : l'EBITDA, le mythe du ROE à 15 %… Elles remettent en cause un certain nombre de techniques comptables couramment utilisées, telles la non-comptabilisation des stock-options en charges d'exploitation.

… et la responsabilité de l'ensemble des acteurs

Ces scandales mettent enfin l'accent sur la responsabilité de l'ensemble des acteurs lorsqu'il s'est agi de manipuler les chiffres et de tromper le marché : manipulation par le management et absence de contrôle du Conseil d'administration ; utilisation sans vérification par les analystes et défaillance des auditeurs, probablement en raison d'une diversification des relations de travail entre les firmes d'audit et leurs clients et aussi d'une moindre supervision de la SEC que par le passé.

Les deux grands chantiers de réformes des normes comptables : principes *versus* règles

Ce diagnostic souligne la nécessité d'une réforme des systèmes comptables, largement engagée depuis des années par le normalisateur américain (FASB) et le normalisateur international (IASB) auquel l'Union européenne a confié ses intérêts. La période actuelle semble propice à un rapprochement des initiatives de ces deux organismes et il est évidemment souhaitable qu'il

aille le plus loin possible pour faciliter la mobilité internationale des capitaux. Les deux systèmes obéissent néanmoins à des logiques très différentes :

• soit établir un certain nombre de « principes » : c'est le cas en Europe, y compris au Royaume-Uni, où les auditeurs, au nom de ces principes, peuvent inviter l'entreprise à corriger ses évaluations comptables ; les manipulations de l'actif mentionnées plus haut pour Enron n'auraient pas été acceptées par un commissaire aux comptes français ;

• soit dresser une liste exhaustive de « règles » : c'est le système américain, les US GAAP forment un ouvrage de 140 000 pages, répondant à la plupart des problèmes d'interprétation mais entre lesquelles, l'expérience l'a démontré, un financier créatif trouve toujours la faille.

Convergence totale, convergences techniques, reconnaissance mutuelle ?

Pour Jacques Mistral, le respect des principes – auxquels nous sommes à juste titre attachés en Europe – a un fondement éthique plus solide et commande une pratique comptable plus respectueuse de la réalité économique que la pratique des règles. Néanmoins, cette dernière persistera probablement aux États-Unis car elle est un sous-produit du système judiciaire américain et plus précisément de la pratique répandue du litige (« *litigations* ») : elle a pour justification essentielle la protection du management et des auditeurs contre des poursuites judiciaires toujours menaçantes et parfois injustifiées. La démarche européenne ne doit donc pas perdre son âme à la recherche d'une illusoire « convergence » vers un système unique et doit plutôt rechercher des convergences techniques nombreuses et substantielles, la compatibilité des normes existantes et leur reconnaissance mutuelle ; voie engagée l'automne dernier, comme en témoignent le mémorandum, « l'Accord de Norwalk », et le programme de convergence de court terme adoptés par les deux organismes.

La full fair value *: une démarche axiomatique peu pragmatique ?*

Le rapport examine en profondeur le concept de la *fair value*, sans nul doute, la pierre angulaire du projet IASB. Aucun économiste ne contestera le caractère à la fois plus utile et plus approprié de mesurer les actifs et les engagements à leur *fair value* plutôt qu'à leur coût historique. C'est vrai dans un monde idéal, avec des marchés complets et efficients. Dans ce cas, on peut généralement se référer à une évaluation au prix du marché, c'est le *marked to market.* Mais lorsque cette référence n'existe pas, on se réfère à une évaluation à partir de modélisations, c'est le *marked to model.* On est ainsi passé du concept de la *fair value* à celui de la *full fair value*, critiquable car s'appuyant sur des hypothèses *ad hoc* de modèles. Le principe de la *fair value* est aussi critiqué car, faisant justement référence à la valeur instantanée du marché, devenue extrêmement volatile, il pourrait exercer des effets pro-cycliques très dommageables sur l'économie. Enfin, la *full fair value* appliquée aux professions bancaires et assurantielles, no-

tamment les normes IAS 32 et IAS 39, est largement rejetée par ces professions en Europe. Elle n'est en effet pas adaptée à la nature des activités des banques européennes, notamment à celle d'intermédiation, et aurait pour conséquence d'imposer un changement de l'offre de crédit en favorisant les prêts à taux variable plutôt qu'à taux fixe. Elle n'est pas non plus adaptée à la spécificité des sociétés d'assurances en Europe où la titrisation reste encore peu développée. Jacques Mistral s'inquiète ainsi des dangers d'une démarche axiomatique, éloignée de la réalité des professions, telles celles des banques et des assurances, et à certains égards coupée de la communauté des utilisateurs.

Et l'information extra-comptable ?

La dernière partie du rapport, plus prospective, revient sur l'information extra-comptable utile au marché pour l'évaluation, non de la valeur instantanée de l'entreprise mais de son potentiel de croissance, de sa « performance soutenable ». La question de l'évaluation des actifs intangibles, c'est-à-dire, tous les investissements autres que les achats de matériels, intervenant à tous les stades de l'activité pour en améliorer la performance : les brevets, les logiciels le *design* des produits, l'accumulation de compétences, …, prend une importance croissante dans une économie moderne. Plus généralement, face à une demande pressante d'informations extra-comptables, telle les *business plans*, des *reporting* plus étoffés, …, et à laquelle les concepts en cours de développement à l'IASB ne répondront pas, Jacques Mistral propose une meilleure utilisation des possibilités d'Internet, notamment du langage XBRL. Il pourrait s'avérer un instrument puissant de rationalisation de l'information obligatoire transmise au marché et favoriser l'émergence de normes extra-comptables.

Normes comptables et régulation de la filière du chiffre

Le rapport de Christian de Boissieu et Jean-Hervé Lorenzi commence par une description détaillée de la filière du chiffre. Celle-ci comprend tous les acteurs intervenant dans la circulation de l'information comptable et financière ; elle rassemble différents métiers : la normalisation comptable, le conseil en architecture comptable, la certification légale des comptes des sociétés cotées, la notation des obligations, l'évaluation des actions, l'origination obligation et l'origination action. Elle est enfin largement dominée par quelques oligopoles (cabinets d'audit, agences de notation, banque d'affaire). Le rapport souligne les insuffisances de la régulation en vigueur jusqu'à présent dans cette filière. Puis, constatant qu'un certain nombre de sujets post-Enron sont intimement liés – les normes comptables, la transparence de l'information, l'amélioration du gouvernement d'entreprise, ou encore l'atténuation des conflits d'intérêt par séparation de métiers trop imbriqués (l'audit et le conseil, l'analyse financière et l'activité de banque d'investissement…) – et dépassent largement l'organisation de l'industrie du

chiffre, le rapport s'interroge sur les équilibres essentiels à trouver ou à respecter entre réglementation, code de bonne conduite, autorégulation, et renforcement de l'éthique des affaires et les futures étapes de l'intégration financière européenne.

Une palette large : réglementation, code de bonne conduite, autorégulation et éthique

Le rapport fait les recommandations suivantes sur :

• les normes comptables : comme le rapport de Jacques Mistral, il propose de ne pas se focaliser sur la convergence des normes US GAAP et IAS-IFRS vers un système unique, mais plutôt de rechercher une plus grande compatibilité et la mise en œuvre d'un principe de reconnaissance mutuelle des deux côtés de l'Atlantique.

Il estime dommageable de rejeter en bloc l'application de la *full fair value* et préconise de sortir du champ d'application des normes IAS 32 et 39 les activités de banque de détail et une grande partie de l'assurance.

Il recommande d'élargir la composition de l'IASB afin d'en améliorer la transparence et la « responsabilité » (*accountability*) ;

• l'organisation de l'industrie de la comptabilité et de l'audit : alors qu'une séparation entre l'audit et le conseil a été mise en place dans de nombreux pays européens dans le sillage de la loi Sarbanes-Oxley, il recommande de les faire respecter strictement, et ceci dans la durée. Il prône aussi un certain pragmatisme afin que le dualisme institué entre le nouveau Haut conseil du commissariat aux comptes et CNCC (Compagnie nationale des commissaires aux comptes) puisse fonctionner harmonieusement ;

• la périodicité de l'information donnée par les entreprises cotées : il n'est pas favorable à la publication des résultats trimestriels des entreprises cotées, comme l'oblige la directive européenne, en raison de la volatilité des performances trimestrielles et de la diversité des situations individuelles ;

• les agences de notation : il n'est pas favorable à une réglementation à l'égard des agences de notation et recommande plutôt l'adoption rapide d'un code de conduite, dont la définition du contenu serait confiée au Forum de stabilité financière (FSF), comme vient de le décider le dernier sommet du G8 à Evian

• les analystes financiers : la seule autorégulation ne permettra pas de dissiper les conflits d'intérêts les plus évidents. Aussi le rapport recommande de suivre la voie réglementaire pour poser quelques principes (d'organisation de la profession, de règles déontologiques…) et aurait souhaité des amendements en ce sens de la loi de sécurité financière.

Il préconise aussi que les pouvoirs publics ou la profession prennent des initiatives pour favoriser l'émergence de firmes d'analyse financière indépendantes des banques (en particulier des banques d'investissement) et autres intermédiaires financiers, telles les firmes Detroyat ou Associés en Finance ;

• le gouvernement d'entreprise : réaffirmant le principe de subsidiarité dans le domaine du gouvernement d'entreprise qui est intimement lié à l'histoire, à la culture et aux préférences de chaque pays, il juge néanmoins utile de créer le moment venu, outre le code de l'OCDE sur les grands principes de gouvernement d'entreprise, un code de l'Union européenne, plus précis et plus engageant, faisant suite aux propositions du rapport du Groupe Winter de la Commission.

Il souligne que le débat actuel sur l'indépendance des administrateurs et la nécessité de réduire les conflits d'intérêts ne doit pas masquer un autre débat, plus fondamental, sur le rôle des actionnaires et des assemblées générales. Il s'agirait notamment de développer les instruments facilitant l'implication effective de l'actionnaire et de l'Assemblée générale dans la vie de l'entreprise (tel le vote par Internet autorisé par la loi NRE).

… et l'intégration financière européenne ?

Le rapport préconise enfin la mise en place à l'horizon 2008 d'un régulateur financier européen (SEC européenne). Dans l'attente, la démarche communautaire devra privilégier deux axes complémentaires : développer le « processus Lamfalussy », c'est-à-dire renforcer la coordination des régulateurs nationaux par la mise en place de comités spécialisés ; adopter, faire aboutir un certain nombre de directives conditionnant les ambitions et la crédibilité de l'Europe financière (notamment celles sur l'information financière et les OPA, devenue malheureusement le symbole des blocages intra-européens et de l'affrontement des sensibi-lités et des susceptibilités nationales). Il se félicite que les Quinze soient enfin parvenus, après des années de discussion à un accord sur la fiscalité de l'épargne.

Commentaires

Dans leurs commentaires Élie Cohen et Dominique Plihon saluent ces deux rapports : ils apportent une synthèse éclairante, sans jargon excessif, des débats actuels sur la question des normes comptables et sur les acteurs de la filière du chiffre intervenant dans la circulation de l'information comptable et financière.

Élie Cohen déplore néanmoins que les rapports ne donnent pas une analyse mieux articulée sur les conditions du retour de la confiance dans un monde post-Enron, sur les nouvelles règles du jeu et les régulations à mettre en place. Il déplore aussi la timidité des auteurs dans leur réflexion sur la *corporate governance* et les agences de notation. Pour sa part, il préconise de renforcer à la fois les moyens des associations activistes d'actionnaires et leur pouvoir judiciaire et prône une régulation des agences de notation par la réglementation plutôt que par un code de bonne conduite. Il souligne enfin le manque de cohérence des autorités publiques nationales et

européenne dans leur démarche comitologique. Si ces autorités jugent opportun de déléguer leur autorité à un organisme privé professionnel lorsqu'il s'agit d'un sujet technique, elles doivent aller au bout de leur démarche et ne pas chercher à reprendre l'initiative.

Dominique Plihon regrette notamment que les auteurs n'aient pas explicité leur cadre d'analyse. Quelle est leur représentation théorique de l'entreprise : un actif financier dont il s'agit de maximiser la valeur ou une institution économique, se définissant à partir de « l'intérêt social », et dont l'objectif est la création de richesse grâce à la collaboration des parties prenantes (actionnaires, salariés, dirigeants, clients, fournisseurs, État…) ? Quelle est leur représentation du fonctionnement des marchés financiers ? Sont-ils efficients ou incomplets et fondamentalement instables. Il déplore aussi le manque de réflexion sur la notion de richesse produite par les entreprises, notamment à propos des actifs immatériels et leur mode de comptabilisation. Enfin, puisque la réforme de la normalisation a pour objectif de préserver la stabilité des marchés financiers, bien public international, c'est aux autorités publiques de tutelle, par exemple sous la forme d'une instance internationale à créer à cet effet, et non aux acteurs privés, de la prendre en charge, estime Dominique Plihon.

Compléments

Dans son complément, Nicolas Véron s'interroge sur la gouvernance de l'IASB, l'organisme international de normalisation comptable.

L'IASB : un organisme professionnel privé sans contre-pouvoirs ?

Fondé en 1973 par des professionnels de la comptabilité désirant progresser vers une harmonisation mondiale des normes comptables, l'organisme international de normalisation a connu une profonde réforme de son organisation en 2001 sur le modèle américain. L'IASB est une structure de droit privé, basée à Londres, filiale à 100 % d'une fondation autonome (*IASC Foundation*) basée aux États-Unis dans le Delaware, qui assure son financement et la nomination de ses membres. Si ses statuts prévoient un certain équilibre professionnel entre experts-comptables, financiers d'entreprise, investisseurs et universitaires, aussi bien parmi les *Trustees* de l'*IASC Foundation* et au sein de l'IASB, ils ne donnent pas de rôle aux États, ne cherchent pas à établir un équilibre entre nations, seulement entre grandes zones géographiques et ceci uniquement au sein de l'IASC, et préconisent surtout la compétence technique[(1)] au sein de l'IASB. Résultat pratique :

(1) Les statuts indiquent « *the Trustees shall ensure that the Board is not dominated by any particular constituency or geographic interest* ».

les pays de langue anglaise sont surreprésentés au sein de l'IASB. L'IASB apparaît donc comme une organisation mondiale plutôt que multinationale où l'influence européenne n'est pas prépondérante.

L'Europe : une délégation de souveraineté au profit de l'IASB ou une tutelle partielle ?

Prenant acte de la lenteur à mettre en œuvre un processus d'harmonisation comptable européen par voie de directives s'imposant aux normalisateurs nationaux, sous l'impulsion de la Commission et de l'IOSCO en 2000, l'Union européenne a décidé en 2002 (règlement communautaire du 19 juillet) d'adopter les normes IAS/IFRS élaborées par l'IASB pour les comptes consolidés des sociétés cotées européennes à partir de 2005. Pour acquérir force légale dans l'Union européenne, les normes IAS/IFRS sont soumises à un « mécanisme d'adoption » communautaire[2] :

- chacune des normes fait l'objet d'un avis consultatif émis par un comité composé de professionnels, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), placé auprès de la Commission ;
- à la lumière de l'avis de l'EFRAG, la décision est prise par un comité de représentants des États membres, l'ARC (*Accounting Regulatory Committee*), qui vote à la majorité qualifiée.

L'existence de ce mécanisme d'adoption donne donc en principe à l'Union européenne un levier significatif pour influencer en amont le processus de décision de l'IASB : en effet, l'Europe est actuellement, et de loin, la principale économie développée à avoir adopté le référentiel IAS/IFRS et un refus d'adoption d'une norme par l'Union européenne pourrait nuire à la crédibilité globale de la démarche de l'IASB. Toutefois, l'Union européenne s'est aussi « liée les mains » en se donnant la capacité d'accepter ou de rejeter une norme de l'IASB, mais pas celle de l'amender ou de proposer formellement des modifications rédactionnelles.

Enfin, l'interlocuteur principal de l'IASB reste la communauté des investisseurs, en tant qu'utilisateurs privilégiés des normes comptables, c'est-à-dire au niveau international l'IOSCO, qui rassemble la SEC, la FSA britannique, la COB française et les autres régulateurs boursiers.

(2) Le mécanisme d'adoption évoque trois critères d'appréciation : conformité globale avec les directives européennes existantes en matière comptable, contribution au « bien public européen », et capacité à donner lieu à une information financière de haute qualité.

L'Europe, peut-elle retrouver une certaine souveraineté dans le domaine des normes comptables ?

Oui, souligne Nicolas Véron, si :

• elle renforce les moyens du comité consultatif l'EFRAG qui pourrait jouer un rôle plus actif auprès de l'IASB ;

• la proportion de non anglophones au sein du *Board* de l'IASB augmente ;

• enfin et surtout, elle se dote d'une autorité forte de régulation des marchés de capitaux, dont le mode de fonctionnement serait naturellement plus décentralisé que celui de la SEC aux États-Unis.

Enfin, dans leur complément, Manuel Plisson et Côme Segretain s'intéressent à la diversité des langues comptables européennes. Ils préconisent une harmonisation comptable européenne selon une langue comptable riche et utile à l'ensemble des partenaires des entreprises plutôt qu'une langue idéologique focalisée sur les marchés des capitaux.

Summary

Accounting Standards and the Post-Enron World

The two reports, one by Jacques Mistral and the other by Christian de Boissieu and Jean-Hervé Lorenzi, address the issues raised by financial scandals such as those associated with the names of Enron and WorldCom. Should the blame be put on accounting standards, the financial information industry, standards of corporate governance or regulatory methods? And how can confidence be restored?

Providing a Faithful Account of Business Reality

Jacque Mistral's report has three main purposes. The first is to understand how financial reporting could have got so seriously off track as it did in the recent scandals, and then how far this should be attributed to accounting procedures and how far to the action of the people involved. The report reviews the proposed reforms under US GAAP and IAS-IFRS, in particular the full fair value reporting proposed under IFRS. Finally, it explores new horizons in financial communications, non-accounting information and use of the internet.

Four problem areas for accounting standards...

Recent financial scandals have cast harsh light on the weaknesses of financial reporting standards in four key areas, which unscrupulous managers were able to exploit to their advantage:

• reporting of revenue and expense: the WorldCom scandal involved a massive fraud to show profits that did not exist. This was achieved by booking

expense for the acquisition of new clients as investment. Yet while this was manifestly intended to mislead in the case of WorldCom, the decision to book spending on intangible assets as investment or operating expense also raises genuine issues;

• balance sheet revaluation: Enron managers inflated the value of some unproductive assets by arranging sham transactions with hidden subsidiaries, then using these transactions as the basis for the attribution of fair value. While fair value has clear advantages over historic cost, which is often misleading despite its apparent objectivity, it can only be reliably established if there is a market with sufficient depth and without excessive volatility to serve as a basis for assessment;

• off balance sheet commitments: Enron frauds made extensive use of so-called special purpose entities to hive off loss-making investments. These entities allow a company to take assets off its balance sheet. On this point, there is little doubt that if a company is carrying a debt, it should appear on the balance sheet. But accountants must also be in a position to analyse the financial implications of transactions on a consistent basis. The issues are extremely complex and there cannot be any single rule concerning the consolidation of this type of commitment;

• material disclosure: Enron has become a byword for opaque reporting, using a few footnotes to meet formal requirements but mask the true nature of the transactions dressing up its balance sheet. This is manifestly contrary to the principle that management must provide the information needed to interpret the figures it furnishes.

The recent scandals also reflect the legacy of the imaginative accounting used for financial communications in the 1990s, exemplified by the use and misuse of EBITDA numbers and the myths of 15% return on equity. They make for some doubts on a number of common accounting practices, such as not booking stock options to operating expense.

... and the responsibility of directors, analysts, regulators and accountants

Responsibility for the manipulation of data to mislead the market is broadly shared. Directors failed to properly supervise the managers directly responsible, and financial analysts used the information provided without proper checking. Nor did auditors dig deep enough, probably because of the extent of relationships between the audit firms and their clients, as well as relaxation of SEC scrutiny.

Rules vs. principles

This state of affairs demonstrates the need for accounting reforms, which have been actively pursued over recent years by both the Financial Accounting Standards Board in the US and the International Accounting

Standards Board, now the recognised standard-setter for the European Union. Current conditions are favourable for convergence between them, as is clearly desirable, favouring as it would the international mobility of capital. However there is a fundamental difference between the two systems.

• In Europe, including the UK, accounting is based on principles that auditors can invoke to require correction of financial statements. Enron management's manipulation of assets would not have got past a French auditor;

• US GAAP, in contrast, is based on detailed rules expounded over some 140,000 pages and answering most problems of interpretation, but, as experience shows, still allowing loopholes that creative financiers can take advantage of.

Full convergence, technical convergence or mutual recognition?

Jacques Mistral approves Europeans' favour for principles, which provide a sounder ethical basis and allow a closer match with business reality than rule-based accounting. Rules are nonetheless likely to remain fundamental to the system in the US, due in particular to their value in protecting management and auditors from the ever-present threat of litigation, sometimes gratuitous. Which means that Europe would be wrong to seek convergence towards a single system, and should instead aim for agreement on a broad range of substantial technical issues and mutual recognition where possible. This was the approach taken last autumn in the Norwalk Agreement and in the short-term convergence programme adopted by IASB and FASB, aimed at removing a variety of individual differences between US GAAP and International Financial Reporting.

Full fair value accounting: theory and practice

Jacque Mistral reviews in detail the issues relating to fair value, a centrepiece of the IASB system. Nobody can doubt that fair value is both a more useful and more appropriate method of valuing assets and liabilities than historic cost –at least in an ideal world with fully efficient markets ensuring the equivalence of fair value and value marked to market. However, where this is not the case, the only solution is to use valuation models, and thus marked-to-model rather than marked-to-market valuations. This represents a shift from the concept of fair value to that of full fair value, which is criticized for relying on assumptions in *ad hoc* models. Another criticism is that reference to spot market values, which have recently been highly volatile, could have a pro-cyclical impact with damaging consequences for the economy as whole. The application of full fair value accounting standards, in particular IAS 32 and IAS 39, to banking and insurance is also widely rejected by industry professionals in Europe, who consider it ill-suited to their business. This is particularly true of banks' intermediation activities and would entail significant changes in the supply of credit by favouring

floating-rate rather than fixed-rate lending. These standards are also ill-suited to the insurance industry in Europe, where securitization is still on a limited scale. Jacques Mistral thus expresses his concern for the potential dangers of an approach founded on axioms, out of touch with users in general and the practice of industries such as banking and insurance in particular.

Non-accounting information

The remainder of the report focuses on prospects for the future, in particular as regards non-accounting information the market can use to assess growth potential over the longer term rather than spot prices. An issue of special importance for this purpose is the appraisal of investments in intangible assets such as patents, software, product design and expertise, all of which are increasingly crucial to performances in a modern economy. More broadly, there is growing demand for non-accounting information in the form of fuller business plans and other reports beyond the scope of IASB's mandate. Jacques Mistral thus sees special promise in the use of XBRL (eXtensible Business Reporting Language) for internet-based communications, rationalising the circulation of compulsory disclosures to the market and favouring the development of standards for non-accounting information.

Accounting Standards and Regulation of the Financial Information Industry

The report by Christian de Boissieu and Jean-Hervé Lorenzi begins with a review of the various organisations involved in the circulation of accounting and other financial information. Areas concerned range from accounting standard setting and planning of accounting systems to auditors' reports on listed companies, bond ratings, equity research, and origination of equity and fixed-income securities, where an oligopoly of audit firms, rating agencies and investment banks continue to set the running. The report stresses the shortcomings of related regulations, moving on to note that the issues that are the focus of attention following the Enron scandal are closely linked to each other and extend well beyond the question of how the financial information industry is organised. They include in particular accounting standards, transparency, consolidation of corporate governance and the potential for conflict of interest resulting from the close association of businesses such as auditing and consultancy or financial analysis and investment banking. These, in turn, extend well beyond the structure of the financial information industry to raise questions regarding balances to be struck or maintained between regulation, voluntary codes of conduct, self-regulation and consolidation of business ethics, especially as these concern forthcoming stages in European integration.

Recommendations: combining regulation, codes of conduct, self-regulation and ethical standards

• Accounting standards: like that of Jacques Mistral, this report favours increased compatibility and a move to mutual recognition of US GAAP and IAS-ISFR rather than convergence towards a unified system.

It argues against wholesale rejection of full fair value accounting, but recommends exemption of retail banking and large sectors of the insurance industry from IAS 32 and IAS 39.

It also argues that IASB membership needs to be more broadly based to increase transparency and accountability.

• Organisation of the accounting profession: following adoption of the Sarbanes-Oxley Act in the US, many countries in Europe have placed analogous prohibitions on accounting firms providing non-audit services to an audit client, and the report recommends that this principle should be strictly abided by, now and in the future. As regards supervision, in France it recommends a pragmatic approach to build a harmonious relationship between the new *Haut conseil du commissariat aux comptes*, charged with supervising audit firms, and the *Compagnie nationale des commissaires aux comptes* (CNCC), the professional association of auditors.

• Frequency of reporting by listed companies: the report does not favour the quarterly reporting the EU Directive imposes on listed companies, considering that quarterly results are too volatile and individual situations too diverse.

• Rating agencies: the report does not favour regulation of rating agencies, instead recommending rapid adoption of a code of conduct, to be drawn up by the Forum for Financial Stability, as agreed at the recent G8 summit in Evian.

• Financial analysts: self-regulation will not, on its own, suffice to eliminate the most obvious conflicts of interest. The report thus recommends regulatory requirements defining the organisation of the profession and related ethical standards, also suggesting some possible amendments to France's Financial Security Act.

The report suggests that public authorities or members of the profession should take the initiative favouring the establishment of financial analysis firms independent of banks –particularly investment banks– and other financial intermediaries, taking their lead from existing firms such as Detroyat and Associés en Finance.

• Corporate governance: the report emphasises the importance of the principle of subsidiarity in matters of corporate governance, which are closely associated with the history, culture and preferences of each country. However, the authors would also welcome an EU code, completing the presentation of basic principles in the existing OECD code with more detailed and more demanding standards in line with the Winter group's proposals to the European Commission.

The report argues that the current debate concerning the independence of directors and the need to curb conflicts of interest should not stand in the way of the more fundamental debates concerning the role of shareholders and General Meetings. In this regard, it favours the development of new tools easing the active involvement of shareholders and General Meetings in the life of the business, an example being internet voting allowed under France's new Economic Regulations Act (*loi sur les nouvelles régulations économiques* or NRE).

European integration?

Concerning the implications for Europe, the report recommends the establishment of a financial regulator for the European Union as a whole by 2008. In the meantime, the priorities should be continuation of what might be called the 'Lamfalussy process', that is, increasing co-operation between national regulators through specialised committees, and the adoption of directives needed to back the ambitions and credibility of a unified European financial area. These include in particular a financial information directive and the take-over directive, the latter having unfortunately become the symbol of obstruction within Europe and confrontation between national perceptions and sensitivities. More positively, it welcomes the agreement reached by the 15 Member States on taxation of savings after years of negotiation.

Comments

Commenting, Elie Cohen and Dominique Plihon consider the reports offer a useful and illuminating summary, without excessive jargon, of the current debates on accounting standards and the various professions involved in the provision and circulation of accounting and other financial information.

Elie Cohen nonetheless regrets that they do not provide a more structured analysis of the conditions needed to restore confidence in the wake of the Enron scandal and the required rules and regulations. He also considers their discussion of corporate governance and rating agencies too timid. He personally recommends increasing the resources and legal rights of shareholder activists and official regulation of rating agencies rather than a simple code of conduct. He also notes the inconsistency of national and EU authorities in their use of committees. If they delegate regulatory authority for a technical issue to a private professional association, they should go all the way and not seek to take back the initiative.

Dominique Plihon regrets that the authors do not provide an explicit theoretical framework for their analyses. Questions include in particular the nature of a business –should it be considered a financial asset from which to extract the maximum value, or is it instead an economic institution defined by its social role in creating wealth with the participation of all stakeholders,

including shareholders, employees, managers, customers, suppliers and the state? And what is the authors' view of the operation of financial markets? Do they consider markets efficient or incomplete and fundamentally unstable? Dominique Plihon also regrets the fact that the reports do not discuss the nature of wealth produced by businesses, in particular as regards intangible assets and the way these are accounted for. Finally he believes that since the aim of accounting reforms is to preserve the stability of financial markets, which are a matter of international public good, it is up to the concerned public authorities rather than private bodies to take responsibility, for example through an international authority to be set up for this purpose.

Complements

In his complement to the reports, Nicolas Véron considers the governance of the International Accounting Standards Board.

IASB: a private professional organisation without counterbalance?

Founded by a group of accountants in 1973 to promote international harmonisation of accounting standards, the IASB underwent major reorganisation in 2001 following the US model (FASB). IASB is a private-sector organisation based in London, fully controlled by the IASC Foundation, an independent not-for-profit Delaware corporation, which provides financing and appoints IASB members. While its constitution provides for a reasonable balance in the representation of accountants, financial officers, investors and academics among both Foundation trustees and Board members, no place is made for national governments and there is no requirement to strike a balance in the representation of countries. The only requirement is a certain balance between major geographical areas, and this is left up to the Foundation(1). As regards membership of IASB, professional competence is the prime criterion. In practice, English-speaking countries are over-represented on the IASB, which is a world-wide rather than a multinational body, and Europe does not have a prevailing influence.

Europe: delegation of sovereignty to the IASB or limited control?

Considering the time being taken for Directives constraining national authorities to achieve harmonisation of European accounting, on July 19, 2002 the EU, responding to the initiatives of the Commission and the Inter-

(1) The constitution provides that the 'the Trustees shall ensure that the Board is not dominated by any particular constituency or geographic interest'.

national Organization of Government Securities Commissions (IOSCO) in 2000, adopted a regulation requiring the use of IAS-IFRS for the consolidated accounts of listed companies from 2005 on. The procedure[2] for the incorporation of an IAS or IFRS in EU law involves:

• endorsement by the European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), which assists the Commission;

• the decision, following consideration of the EFRAG recommendation, of a committee representing Member States, the Accounting Regulatory Committee, voting by qualified majority.

In principle, this procedure should give the EU significant leverage to influence IASB decisions. The EU is by far the largest economic entity to have adopted IAS-IFRS, and if it refused to adopt a standard, this would deal a severe blow to the credibility of the IASB. However, the EU has tied its own hands in that it has given itself the power to accept or reject a standard, but not to amend a standard or formally propose an amendment.

The IASB's principal partnership is still with investors, the main users of accounting standards, represented at international level by the IOSCO, which brings together national supervisors including the SEC in the US, the FSA in the UK and the COB in France.

Can Europe regain a degree of sovereignty on accounting standards?

Nicolas Véron believes this is possible, provided:

• additional resources are made available to EFRAG, allowing it to play a more active role with the IASB;

• the IAS Board includes a higher proportion of non English-speaking members;

• most importantly, Europe sets up a powerful authority supervising capital markets, which would naturally operate on a more decentralised basis than the SEC in the US.

In their complement, Manuel Plisson and Côme Segretain focus on the diversity of accounting languages. They believe the goal for Europe should be to develop a harmonized European accounting language with sufficient depth to serve all stakeholders, rather than an ideologically based language focused on capital markets.

(2) Three criteria are applicable to the adoption procedure: consistency with existing EU accounting directives, contribution to the public good within the EU, and the capacity to ensure high-quality financial information.

PREMIER MINISTRE

Conseil d'Analyse Économique

85 boulevard du Montparnasse 75006 PARIS
Télécopie : 01 53 63 59 55

Site Internet : www.cae.gouv.fr

Cellule permanente

Christian de Boissieu
Président délégué du Conseil d'analyse économique

Mario Dehove
Secrétaire général
01 53 63 59 50

Laurence Bloch
Conseillère scientifique
Commerce extérieur
Questions internationales

Jean-Christophe Bureau
Chargé de Mission
Agriculture
Environnement

Christine Carl
Chargée des publications et de la communication
01 53 63 59 36
christine.carl-cae@servpm.org

Katherine Beau
Chargée d'études documentaires
01 53 63 59 28
katherine.beau-cae@servpm.org