

Working Paper

La comptabilité en juste valeur est-elle court-termiste ?

Le point de vue des répondants au livre vert sur le
financement de l'investissement à long terme

Samira Demaria¹, Sandra Rigot²

Janvier 2018

¹ Université Nice Côte d'Azur, GREDEG

² Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité

La Chaire Energie et Prospérité

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance) et aux modes de financement associés. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, d'Air Liquide, de l'Agence Française de Développement, de la Caisse des Dépôts, de Mirova, de Schneider Electric et de la SNCF.

Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de la Chaire Energie et Prospérité. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).

Les Working paper de la Chaire Energie et Prospérité sont téléchargeables ici :

<http://www.chair-energy-prosperity.org/category/publications/>

Chair Energy and Prosperity

The Energy and Prosperity academic Chair was created in 2015 to inform decisions of public and private actors in managing the energy transition. The Chair research deals with the impacts of energy transition on national economies (growth, employment, debt), on specific sectors (transportation, construction, energy , finance) and with the associated financing issues. Hosted by the Risk Foundation, the chair has the support of ADEME, Air Liquide, the French Development Agency, the Caisse des Dépôts, Mirova , Schneider Electric and SNCF ..

The opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of Chair Energy and Prosperity. It is therefore published under the sole responsibility of its author(s).

Chair energy and Prosperity working paper can be downloaded here:

<http://www.chair-energy-prosperity.org/en/category/publications-2/>

La comptabilité en juste valeur est-elle court-termiste ?

Le point de vue des répondants au livre vert sur le financement de l'investissement à long terme

par Samira Demaria et Sandra Rigot

Résumé

La comptabilité en juste valeur est-elle court-termiste ? Le point de vue des répondants au livre vert sur le financement de l'investissement à long terme

par Samira Demaria et Sandra Rigot

Cet article cherche à investiguer si la comptabilité en juste valeur peut avoir des effets court-termistes sur le financement de l'investissement à long terme. Pour cela, nous avons étudié les réponses à la consultation Européenne sur le financement et l'investissement de long terme. Cette étude révèle qu'une majorité des répondants considère la comptabilité en juste valeur court-termiste et met en avant trois impacts négatifs pour les activités de long terme des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires (investisseurs institutionnels) : l'introduction d'une plus forte volatilité dans les états financiers (bilan et compte de résultat) ; des comportements court-termistes et pro-cycliques dans la prise de décision des investisseurs et des managers. Il identifie également six alternatives différentes, dont cinq relèvent de la technique comptable parmi lesquelles la création d'une catégorie comptable permettant de représenter les investissements de long terme en prenant en compte l'horizon effectif de détention.

Mots-clés : juste valeur, normes IFRS, investissement à long terme

Abstract

Is fair value accounting short-term approach? The views of respondents to the Green Paper on the financing of long-term investment

by Samira Demaria and Sandra Rigot

This article seeks to investigate whether the fair value accounting may have short-termist effects on the financing of long-term investment. For this we studied the responses to the consultation on European funding and long-term investment. This study reveals that a majority of respondents consider the accounting fair value as a short-term approach and highlights three negative impacts on long-term activities of banking and non-financial intermediaries (institutional investors): the introduction of more volatility in the financial statements (balance sheet and income statement); short-termist behavior and procyclicality in decision making of investors and managers. It also identifies six different alternatives, including five within the accounting technique including the creation of an accounting category for representing long-term investments by taking into account the actual horizon of detention

Keywords: fair value, IFRS standards, long term investment

La comptabilité en juste valeur est-elle court-termiste ?

Le point de vue des répondants au livre vert sur le financement de l'investissement à long terme

L'investissement¹ constitue l'un des moteurs les plus importants pour relancer une croissance forte, durable et créatrice d'emplois. Il est censé jouer un rôle d'entraînement très fort sur la conjoncture économique, à travers le multiplicateur selon lequel une augmentation de l'investissement va accroître le revenu national plus que proportionnellement et inversement. Or celui-ci a connu une baisse structurelle depuis trente ans alors que les besoins de long terme se sont accrus et que l'épargne (généralement intermédiée) est abondante dans les pays développés et émergents. L'investissement ne se décrétant pas, il convient dès lors d'inciter les firmes et leurs partenaires financiers à privilégier des projets d'investissement au regard de leur rentabilité de long terme. Seulement mettre en place de telles politiques nécessite de clarifier au préalable cette notion d'investissement à long terme qui de fait, est plus large que celle de l'investissement productif.

L'enjeu de définir l'investissement à long terme est d'autant plus crucial qu'il n'existe pas de définition légale et encore moins universelle. Certes, on dénombre quelques tentatives mais aucune n'a recueilli de consensus (M. Aglietta et S. Rigot 2009 ; R. Della Croce et *al.* 2011 ; G30 2013 ; World Economic Forum Report 2012). Celles-ci recouvrent trois dimensions complémentaires relatives soit i) à la nature du projet long terme à financer ; soit ii) au mode de financement de ce projet long terme ; ou encore iii) au comportement de long terme des financeurs (S. Demaria et S. Rigot 2015). La première dimension (projet d'investissement long terme) s'inscrit dans l'économie réelle. Elle renvoie aux domaines dans lesquels il faut investir pour soutenir la croissance de long terme et aux types de sociétés qu'il faut financer. La deuxième dimension (financement de long terme) relève de la sphère de la finance impliquant des modes de financement pouvant être appréhendés de deux manières principales : la nature

¹ Au sens de formation brute de capital fixe. Il s'agit donc de capital productif

des ressources préalables et les acteurs susceptibles de financer ces projets de long terme tels que définis dans la première dimension. Parmi ces intermédiaires financiers, on distingue les banques et les investisseurs institutionnels postulés à long terme tels les compagnies d'assurances vie, les fonds de pension, les fonds souverains.... Tous participent au financement de l'économie via des canaux différents : les premiers privilégient les crédits tandis que les autres souscrivent des titres (actions, obligations...). La troisième dimension (comportement de long terme des financeurs) concerne le comportement des financeurs de projets long terme, qui est lié à leurs stratégies de placement et à la gouvernance d'entreprise i.e. à la relation qu'ils ont avec les entreprises qu'ils financent.

Cette question de l'investissement à long terme ainsi que son financement a été jugé suffisamment important pour que la Commission Européenne (CE), sous l'égide du commissaire au marché intérieur Michel Barnier², lance en mars 2013, une consultation publique avec un livre vert. Ce livre vert est intéressant à étudier car il aborde différents thèmes³ et notamment les effets des réformes réglementaires récentes sur les intermédiaires financiers, parmi lesquels le changement de référentiel comptable en 2005, avec l'obligation pour les sociétés cotées européennes d'établir leurs comptes selon les normes internationales IFRS.

Les normes IFRS actuellement en vigueur en Europe, qui ont pour objectif affiché d'améliorer la transparence des états financiers par rapport à une évaluation au coût amorti, promeuvent une approche principalement fondée sur la comptabilité en juste valeur⁴. L'idée étant que la valeur issue du marché ne peut être biaisée par des considérations managériales, fiscales ou politiques. En conséquence, elle représente une information plus neutre et plus pertinente pour l'investisseur. Or ce modèle a fait l'objet de nombreux débats dans la littérature comptable au regard de ces effets (volatilité, pro-cyclicité, gestion court-termiste) sur les états financiers (J-F. Casta 2003 ; E. Chiapello 2005 ; P. Dumontier et B. Raffournier 2005 ; S. Giordano-Spring et M. Lacroix 2007 ; M. Magnan 2009 ; C. Laux et C. Leuz 2009). Dans la mesure où la consultation européenne sur le financement de l'investissement à long terme en Europe pose justement la question de l'effet de la comptabilité en juste valeur sur les pratiques des institutions financières, il est intéressant d'étudier les réponses reçues par la Commission pour identifier le point de vue des acteurs sur cet aspect.

²Le document de travail accompagnant le livre vert estime les besoins à long terme à 20 000 milliards d'euros d'ici 2020.

³ Relatives aux sources de financement, aux caractéristiques de l'investissement à long terme et à l'amélioration du financement à long terme.

⁴ La juste valeur est entendue comme une valeur de marché.

Cet article vise donc à répondre à la problématique suivante : **La comptabilité en juste valeur est-elle court-termiste ? Quels sont ses effets sur les activités de financement de l'investissement de long terme ?**

Pour répondre à ces questions, nous allons étudier les réponses de l'ensemble des parties prenantes (investisseurs, banques, assurances, régulateurs, sociétés non financières, société civile...) représentant un panel particulièrement pertinent au regard de leur nombre et leur diversité. L'objectif est de préciser leurs points de vue en les confrontant à la littérature comptable. S'il existe une littérature théorique et empirique visant à justifier les avantages des normes comptables à la juste valeur au regard de la transparence, peu d'études font le lien avec l'investissement et son financement. Cet article tente d'apporter une contribution empirique originale à partir d'une analyse de contenu des lettres réponses reçues par la CE, en enrichissant les travaux en comptabilité sur les effets constatés de la juste valeur. Cette étude va plus loin que le résumé des réponses réalisé par la Commission en janvier 2014 (European Commission, 2014) qui analyse les réponses d'un point de vue général, et non pas par catégorie de répondants et leurs arguments respectifs.

La partie 1 de cet article présente les fondements théoriques des normes comptables. La partie 2 décrit les normes qui s'appliquent aux intermédiaires financiers. La partie 3 précise les données et la méthodologie utilisées. La partie 4 explicite le point de vue des répondants européens sur les effets court-termistes de la juste valeur. La partie 5 discute les arguments avancés par les parties prenantes avant de conclure.

1. Revue de la littérature consacrée à la comptabilité en juste valeur

Cette partie constitue une brève revue de littérature sur la comptabilité en juste valeur, en rappelant ses deux principaux fondements théoriques (1.1), puis en présentant les travaux soutenant ce modèle d'évaluation (1.2) et ceux plus critiques qui ont principalement émergés suite aux crises financières (1.3).

1.1. La théorie de l'agence et l'hypothèse d'efficience des marchés à la base de la comptabilité en juste valeur

D'après la théorie de l'agence, l'entreprise est considérée comme un nœud de contrats qui peut être analysé selon une relation d'agence entre les gestionnaires et les actionnaires. Plus précisément, il existe une asymétrie informationnelle en faveur des gestionnaires qui détiennent des informations internes qu'ils peuvent utiliser pour maximiser leur bénéfice personnel au détriment de celui de l'actionnaire. Afin de diminuer cette asymétrie, la comptabilité peut

permettre de divulguer une information complète aux parties extérieures à l'entreprise. Dans cette perspective, l'entreprise est essentiellement considérée comme un investissement de l'actionnaire et non comme une entité distincte, de sorte que les états financiers sont préparés afin de satisfaire leurs attentes d'informations (J. Muller 2013). Selon R. Gyunther (1967), la comptabilité établie dans cette optique privilégie l'actionnariat actuel et potentiel. Cette vision de la comptabilité tend à favoriser la représentation de la valeur actionnariale, et suppose que l'objectif principal d'une société est de créer de la valeur pour ses propriétaires. Dans ce cas, les normes comptables peuvent être considérées comme un instrument au service des actionnaires pour contrôler les dirigeants de l'entreprise. Ainsi J-F. Lepetit (2014) estime que les normes en juste valeur visent à supprimer de l'information comptable tous éléments subjectifs issus de l'intention managériale. Rappelons la définition de la juste valeur donnée par l'IASB : « le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif, ou payé pour le transfert d'un passif, dans une transaction ordonnée entre les parties à la date d'évaluation selon les conditions courantes du marché ». Dans cette définition, la notion de juste valeur représente implicitement le prix d'échange d'un actif ou d'un passif reflétant parfaitement sa valeur (W. Landsman 2007). Selon l'IASB, la comptabilité en juste valeur est censée donner une information intelligible, pertinente, fidèle⁵ et comparable aux investisseurs actionnaires (IASB 1989). Toutefois, cette affirmation nécessite une hypothèse forte concernant le fonctionnement des marchés financiers. En effet, la comptabilisation à la juste valeur repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés, qui postule que les prix de marché reflètent toujours instantanément toute l'information disponible (E. Fama 1970). De manière générale, cela suppose que les prix de marché fournissent des informations précises permettant la meilleure allocation des ressources. L'hypothèse sous-jacente à la comptabilité en juste valeur est donc que les prix provenant de transactions de marché, dans des conditions de concurrence normale, reflètent des analyses efficaces de toutes les informations nécessaires pour créer une évaluation pertinente (Y. Zhang et J. Andrew 2014).

1.2. Revue des travaux académiques soutenant la comptabilité en juste valeur

La comptabilité en juste valeur a fait l'objet de nombreux travaux de recherche théoriques et empiriques visant à démontrer sa pertinence au regard des besoins d'information des investisseurs.

⁵ Le critère de fidélité présente cinq sous-objectifs : une image authentique et impartiale, la substance plutôt que la forme, la neutralité, le conservatisme et l'exhaustivité.

Les partisans de la comptabilisation en juste valeur font valoir que la juste valeur des actifs ou des passifs reflète les conditions actuelles du marché et, fournit des informations en temps voulu, augmentant par là même la transparence et encourageant des mesures correctives rapides (C. Laux et C. Leuz 2009). B. Jaggi et *al.* (2010) estiment que la comptabilité en juste valeur est pertinente pour les investisseurs et permet d'obtenir des informations transparentes, fiables et précises sur la valeur des actifs, en particulier dans des conditions de marché stables (mais que ces avantages ont tendance à disparaître en cas de crise). L'étude empirique de V. Bernard et *al.* (1995) montre que la comptabilité en valeur de marché produit une estimation plus fiable de la valeur (mesurée par le prix d'achat des actions) des banques danoises, que les valeurs au coût historique produites par des banques américaines. Plusieurs autres études appliquées aux banques américaines montrent que les informations concernant la juste valeur des titres financiers fournies dans les notes afférentes aux états financiers, sont plus efficaces pour expliquer les variations des prix de l'action des valeurs bancaires que ne le sont des informations au coût historique (M. Barth et *al.* 1996 ; E. Eccher 1996 ; K. Nelson 1996). Selon M. Magnan (2009), il existe des preuves empiriques cohérentes accumulées au cours des vingt dernières années, montrant que le cours des actions d'une entreprise est plus étroitement associé à la valeur de marché de ses actifs financiers qu'à leur coût historique. De cette façon, la juste valeur, qui utilise la valeur de marché, se trouve être un indicateur plus pertinent de la valeur de l'entreprise que les chiffres traditionnels basés sur les coûts historiques. Par ailleurs, plusieurs études ont montré que l'adoption des normes IFRS (introduisant une part importante de juste valeur) en Europe a conduit à une hausse de la qualité de l'information et de la comparabilité (V. Capkun et *al.* 2008 ; D. Cormier et *al.* 2009 ; J. Horton 2013).

Cependant, de nombreuses recherches empiriques ont des difficultés à prouver incontestablement la supériorité de la juste valeur sur le coût historique (M. Barth, 1994 ; K. Nelson 1996 ; I.K. Khurana et M-S. Kim, 2003). En ce sens, la juste valeur par référence au marché est plus un indicateur de risque⁶ qu'une mesure de la valeur appropriée pour représenter les activités d'intermédiation (D. Martaud et P. Morand 2010).

1.3. Revue des travaux critiques sur la comptabilité en juste valeur

La succession des crises financières a conduit à l'essor de nombreux travaux plus critiques sur la comptabilité en juste valeur et ses effets sur les états financiers des firmes.

⁶ L'information en juste valeur peut être considérée comme un indicateur de risque car les variations de valeurs vont entraîner des mesures correctives précoces de la part des établissements.

1.3.1. Hausse de la volatilité

L'introduction de la volatilité du marché dans les états financiers d'une entreprise représente la principale critique adressée à la comptabilité en juste valeur dans la littérature académique comptable. Selon J-M. Hitz (2007), les opposants de la comptabilité à la juste valeur font valoir que l'introduction de celle-ci crée des mouvements erratiques qui privent le résultat comptable de sa capacité prédictive. L'étude empirique, sur le secteur bancaire, de M. Barth, et *al.* (1995) conclut que la comptabilité en juste valeur (en utilisant les normes américaines) conduit à des résultats significativement plus volatiles qu'avec l'utilisation de la méthode du coût historique. Les études de B. Barlev et J.R. Haddad (2003) et B. Jaggi et *al.* (2010) ont également montré que la comptabilité en juste valeur augmente la volatilité du résultat comptable. Les travaux empiriques de V. Bernard et *al.* (1995) sur les banques danoises montrent que l'évaluation à la valeur de marché conduit à une plus grande volatilité de la rentabilité déclarée de banques par rapport à un système en coût amorti.

L'effet de la volatilité devient encore plus critique lorsque les marchés financiers sont instables, c'est-à-dire qu'ils deviennent illiquides et que les prix du marché subissent de fortes fluctuations, la comptabilité en juste valeur conduit à une volatilité excessive des états financiers (W. Chen et *al.* 2013). Une telle situation s'est produite lors de la crise financière entraînant plusieurs instances gouvernementales comme le G20 ou le conseil ECOFIN à demander des mesures pour stabiliser les marchés. Cela a alors conduit l'IASB à proposer un amendement à la norme IAS 39 permettant d'abandonner la juste valeur pour les instruments financiers les plus volatiles.

1.3.2. Hausse de la pro-cyclicité

Une autre grande critique relative à la comptabilité en juste valeur concerne son effet pro-cyclique. Selon C. Laux et C. Leuz (2009) la comptabilisation à la juste valeur est pro-cyclique, c'est-à-dire qu'elle exacerbe les fluctuations du système financier, et peut même provoquer une spirale descente-ascendante des marchés financiers (C. Kindleberger 1978). Selon B. Jaggi et *al.* (2010), la comptabilité en juste valeur accentue la pro-cyclicité car elle contribue à augmenter les variations de valeur qui vont engendrer des réactions de marché *momentum*. En effet, lorsque le marché est haussier, l'évaluation en juste valeur conduit à tenir compte de cette euphorie du marché dans les états financiers, ce qui conduit à une baisse plus forte lorsque le marché diminue brusquement. Cette préoccupation a été soulevée par le président de la Réserve fédérale en mars 2009.

« Nous devrions réviser les politiques de régulation et les règles comptables, afin de nous assurer qu'elles n'induisent pas une pro-cyclicité excessive, c'est-à-dire qu'elles n'amplifient pas excessivement les phases haussières et baissières dans le système financier et l'économie » (Bernanke 2009).

Pour G. Plantin et *al.* (2008) la comptabilisation à la juste valeur peut conduire à des tendances pro-cycliques, ce qui pourrait potentiellement augmenter le risque systémique sur les marchés financiers. Dans le même ordre d'idée, H. Sapra (2010) propose un modèle complémentaire montrant que la comptabilité en juste valeur conduit à des marchés pro-cycliques qui déstabilisent les prix alors que la comptabilité au coût a des effets contra-cycliques.

1.3.3. Une vision de court-terme des états financiers :

Enfin, certains auteurs insistent sur le fait que la comptabilité en juste valeur conduit à favoriser une vision des comptes à court terme, au détriment du long terme. Y. Zhang et J. Andrew (2014) affirment que les fondements, issus de la théorie de l'agence, de comptabilité en juste valeur obligent les PDG à gérer les entreprises afin de satisfaire les intérêts à court terme des actionnaires. Le référentiel IFRS basé sur la comptabilité en juste valeur fournit une vision à court terme de l'information financière qui n'est pas satisfaisante pour une activité qui a besoin de temps (J. Perry et A. Nolke 2007 ; ANC 2013). Les opposants de la juste valeur mettent en exergue que la juste valeur n'est pas pertinente et qu'elle est potentiellement trompeuse pour les actifs qui sont détenus pour une longue période et, en particulier, jusqu'à l'échéance ; que les prix pourraient être faussés par les inefficiences du marché, l'irrationalité de l'investisseur ou des problèmes de liquidité (C Laux et C. Leuz, 2009). Ceci conduit G. Plantin et *al.* (2008) à affirmer que les décisions réelles sont alors déformées en raison du système de mesure. Selon D. Marteau et P. Morand

« La comptabilisation en *fair value* via un *mark to market* oblige un investisseur de long terme à tenir compte des variations de court terme de la valeur de marché de ses investissements, soit pour les ignorer purement et simplement parce que seul son horizon –de long terme– l'intéresse, soit pour les couvrir pour des raisons de communication financière ou parce que ses mandants (actionnaires ou bénéficiaires de ces investissements) l'exigent ».

Concrètement, le gestionnaire d'un fonds de retraite qui aurait un horizon à 2040 et soumis à la *fair value* ne peut pas faire totalement abstraction des variations de valeur de son portefeuille en raison de l'inquiétude que cela pourrait susciter chez ses futurs pensionnés.

Cette analyse des travaux de recherche existants sur la comptabilité en juste valeur, nous a permis de mieux comprendre les fondements du concept de juste valeur au centre de la normalisation actuelle.

2. Les normes comptables applicables pour l'évaluation des investissements et financements de long terme

Les sociétés européennes sont soumises depuis 2005 aux normes comptables IFRS pour l'établissement de leurs comptes consolidés. Ces normes reposent sur un cadre conceptuel qui regroupe l'ensemble des grands principes qui doivent présider à l'élaboration des normes comptables. Ce cadre stipule que les états financiers doivent être conformes aux besoins d'information des investisseurs actuels et potentiels (IASB 2010). Afin de produire des états financiers conformes aux besoins des investisseurs, l'IASB promeut une comptabilité associant les évaluations aux coûts et à la juste valeur, mais c'est ce second modèle qui apparaît comme préférentiel (Ernst & Young 2005). Cette prédominance de la comptabilité en juste valeur dans le modèle IFRS est particulièrement observable en matière d'évaluation des placements qu'ils soient à court ou long terme. Les normes IFRS ont vocation à s'appliquer à toutes les entreprises quel que soit leur secteur d'activité afin de donner au lecteur des comptes une information pertinente et comparable pour la prise de décision économique.

L'ensemble des normes qui régissent les investissements de long terme proposent une approche mixte associant coût amorti et juste valeur. Cependant on doit différencier les normes IAS 16 (Immobilisations corporelles) et IAS 40 (Immeubles de placement) qui offrent une option pour l'évaluation permettant à la firme de retenir l'une des deux méthodes, de la norme IAS 39 (Instruments financiers) qui impose un mode d'évaluation selon les actifs financiers (crédits, actions, obligations...). Nous présenterons plus précisément cette dernière norme.

La norme IAS 39 régit la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers (instruments de dettes, de capitaux propres, prêts et créances et instruments dérivés), le provisionnement des prêts et la comptabilité de couverture. L'activité de prêt n'est pas affectée par l'usage de la juste valeur contrairement aux autres instruments financiers (dérivés, actions et obligations) du portefeuille bancaire. De manière générale, la norme IAS 39 impose la méthode d'évaluation au regard de l'intention de détention de l'actif mais en définissant des critères exclusifs. Le tableau suivant synthétise les catégories comptables proposées par IAS 39.

Tableau 1 : Les catégories comptables de la norme IAS 39

Classification comptable de la norme IAS 39	Prêts et créances (<i>Loans & Receivables</i>)	Détenu jusqu'à maturité (HTM)	Détenu à des fins de transaction (HFT)	Disponible à la vente (AFS)
Définition	Les prêts, créances et dettes qui ne sont pas cotés sur un	Actifs financiers avec des revenus fixes ou déterminables, que	Actifs financiers acquis ou détenus avec un objectif de vente à court terme	Tous les autres types d'actifs financiers

	marché actif (émis par l'entreprise)	l'entité entend détenir jusqu'à l'échéance avec une sanction si vente avant terme		
Evaluation	Coût amorti	Coût amorti	Juste valeur avec comptabilisation des variations au compte de résultat	Juste valeur avec comptabilisation des variations en <i>Other Comprehensive Income</i> (OCI)
Type d'actifs	Prêts quel que soit leur horizon	Obligations LT	Actions CT Dérivés	Obligations MT et CT Actions MT et LT

Source : d'après la norme IAS 39

Cependant la crise financière a révélé un certain nombre de lacunes de la norme IAS 39 en période de turbulences des marchés. Jugeant que les méthodes d'évaluation des instruments financiers d'IAS 39 auraient introduit de la volatilité dans les états financiers, l'IASB a décidé d'entreprendre la refonte de cette norme dès 2008. Ceci a abouti à la publication de la norme IFRS 9 en juillet 2014, laquelle entrera en application à partir du 1^{er} janvier 2018⁷. Lors de la consultation Européenne, cette norme n'était pas encore finalisée, mais le processus était grandement avancé surtout sur la phase concernant l'évaluation des instruments financiers. Ainsi, la plupart des parties prenantes ont pu s'exprimer sur la question de la comptabilité en juste valeur au regard du projet de norme.

Par rapport à IAS 39, la nouvelle norme introduit un changement au niveau de l'évaluation des instruments financiers. Ainsi le choix de la méthode ne se fera plus au regard de l'intention de détention mais selon deux critères :

- Le *business model* : la façon dont l'entité gère ses instruments. L'instrument est-il détenu pour collecter des flux de trésorerie dans la durée ou bien peut-il être vendu avant son échéance pour réaliser un gain ? Ce critère doit être examiné en premier.
- Les caractéristiques contractuelles des flux de trésorerie : ce critère doit être examiné uniquement pour les actifs susceptibles d'être évalués au coût amorti. Pour pouvoir être évalué au coût, les flux de trésorerie de l'instrument doivent uniquement représenter le principal et des intérêts calculés correspondant à la valeur temps de l'argent, au risque de crédit et aux autres risques fondamentaux et coûts. L'examen des caractéristiques du flux de trésorerie est dénommé test SPPI pour « *Solely Payments of Principal and Interest* ». Si l'instrument passe le SPPI test, il est qualifié de *plain vanilla* et peut être évalué au coût amorti.

⁷ Sauf pour les sociétés d'assurance qui pourront reporter la date d'application afin de faire coïncider l'entrée en vigueur d'IFRS 9 avec la norme IFRS 17 sur les contrats d'assurance.

Le tableau suivant synthétise les différentes catégories comptables proposées par IFRS 9 et les actifs pouvant y souscrire.

Tableau 2 : Les catégories comptables proposées par IFRS 9

	Catégorie au coût amorti	Juste valeur par résultat	Juste valeur OCI
<i>Business model</i>	L'actif est détenu dans un <i>business model</i> dont l'objectif est de collecter des flux contractuels	Tout autre <i>business model</i>	L'actif est détenu dans un <i>business model</i> dont l'objectif est à la fois de collecter des flux et de la vente d'actifs financiers
<i>Cash-flow</i>	Les termes contractuels de l'instrument précisent les dates qui donneront lieu à paiement du principal et d'un intérêt qui représente la valeur temps de l'argent, le risque de crédit et les autres risques fondamentaux et coûts : <i>plain vanilla cash-flow</i>	Tous les autres types de <i>cash-flow</i>	<i>Plain vanilla cash-flow</i> i.e. comme pour le coût amorti
Type d'actifs	Obligations vanille dont le business model correspond à de la collecte de flux	Obligations structurées Actions et <i>private equity</i> . Part de véhicule d'infrastructure	Obligations vanille dont le <i>business model</i> correspond à la collecte de flux et la vente. Actions dites stratégiques mais sans recyclage

Source : à partir de la norme IFRS 9

Ainsi, les normes IAS 39 et IFRS 9 imposent l'usage de l'évaluation en juste valeur pour une grande majorité des instruments financiers. Or, les investisseurs et financeurs de long terme ont toujours fait part de leurs préoccupations vis-à-vis de cette méthode pour l'évaluation de leurs activités de moyen et long terme. Par exemple avant même l'application des normes IFRS en Europe, plusieurs banques européennes s'étaient élevées contre la norme IAS 39, généralisant selon eux la juste valeur et ne permettant pas de représenter leur métier. Cette mobilisation a conduit en 2005 à l'adoption partielle de la norme par l'Union Européenne. La question soulevée par le *green paper* sur le court-termisme de la comptabilité en juste valeur semble donc être au cœur des préoccupations des investisseurs. De plus, le livre vert a le mérite d'interroger sur les effets potentiels de la comptabilité en juste valeur sur le financement et l'investissement de long terme. Son étude nous permet d'analyser de manière précise le contenu des réponses apportées par les praticiens.

3. Données et méthodologie

3.1. Données

Ce travail de recherche repose sur la constitution d'une base de données qualitatives⁸ à partir des réponses à la consultation publique de la Commission Européenne dédiée à la question du « financement à long terme de l'économie européenne ». L'objectif de ce livre vert était d'engager un débat avec les principales parties prenantes sur le problème de financement de long terme dans le cadre du projet de croissance 2000-2025. Le livre vert posait 30 questions que l'on peut regrouper en huit grands domaines parmi lesquels :

1. La question de la définition de l'investissement à long terme,
2. La question du rôle des banques et des investisseurs institutionnels dans le financement de long terme,
3. La question de la réglementation prudentielle des intermédiaires financiers au regard de l'investissement à long terme,
4. La question du rôle du marché au regard de l'investissement à long terme,
5. La question de la fiscalité au regard de l'investissement à long terme,
6. La question de la comptabilité au regard de l'investissement à long terme,
7. La question de la gouvernance actionnariale,
8. La gouvernance des gérants d'actifs et devoirs fiduciaires et enfin la question du financement spécifique des PME.

Dans cet article nous avons décidé de nous consacrer à la question n°20 concernant la comptabilité en juste valeur : *Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou fair value (FV) a-t-elle entraîné un court-termisme des investisseurs? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets?*

Le livre vert a été publié en mars 2013 pour une période de consultation allant jusqu'à juin 2013. En novembre 2013, la commission a rendu public les réponses reçues sous forme de fichiers téléchargeables. Ces documents pouvaient être envoyés dans chacune des langues de la communauté. Certains répondants se sont exprimés sur l'ensemble des questions alors que d'autres n'ont répondu qu'à une ou deux selon leur intérêts. Sur les 292 réponses à la consultation, 257⁹ ont été traitées dans cette étude. Parmi elles, 55% sont issues du secteur financier et 45% du secteur non financier. Les principaux répondants sont les entreprises non financières, les investisseurs institutionnels, les banques et les sociétés d'audit, de conseil ou

⁸ Le détail des données est disponible sur demande.

⁹ Sur les 35 réponses non traitées, 8 d'entre elles n'ont pas été publiées par la CE et 27 réponses étaient en hollandais, italien ou en allemand.

les cabinets comptables. Le secteur privé représente 74,32% des réponses. La ventilation par pays montre une importance notable des répondants britanniques (18%), français (16%) et allemands (11%), en plus des organisations actives à l'échelle européenne (19%). Étant donné le nombre des répondants et leurs nationalités, la diversité de leurs secteurs d'activité, ces données constituent une base représentative pour notre analyse.

3.2. Méthodologie

Nous avons opéré une analyse de contenu conformément aux travaux antérieurs sur l'analyse de lettres-commentaires reçues par des instances de normalisation (M. Chattam et al. 2010 ; R. Larson 2008 ; G. Seaman 2004). Le choix d'analyser les réponses au livret vert, s'explique par la volonté d'appréhender de manière approfondie le point de vue des différentes parties prenantes sur le financement de long terme. Toutes les réponses à la consultation ont été téléchargées, puis intégrées dans un macro fichier Excel. À partir de ces réponses, nous avons constitué une base de données qualitatives originales afin d'effectuer une analyse de contenu systématique du point de vue général et par catégories de partie prenante. Nous avons ensuite regroupé les répondants en cinq groupes : les intermédiaires financiers (banques assurance, fonds de pension, autres fonds d'investissement) (116), les intermédiaires de marché, (auditeurs, comptables, consultants, opérateurs de marché) (46) les régulateurs et superviseurs (21), la société civile (54) et les sociétés non financières (55).

Afin d'étudier les réponses sur l'impact de la comptabilité en juste valeur sur l'investissement à long terme, nous avons procédé à un codage des textes des réponses reçues par la Commission. La question relative à la comptabilité est posée de manière binaire et invite les répondants à étayer leurs réponses par des arguments. Le codage part donc de cette opposition, en distinguant les réponses qui soulignent ou non le caractère court-termiste de la comptabilité en juste valeur, puis identifie les différents arguments avancés. Dans un second temps, nous avons codé les alternatives proposées et leur argumentaire. Pour chaque réponse et argument avancé, nous avons codé numériquement (0 ou 1) en fonction de son appartenance aux différents codes retenus, en prenant soin de systématiquement copier/coller les éléments de la réponse dans une bulle de commentaire.

Tableau 3 : Extrait de la grille de codage de la question 20

Question 20 partie 1 : *Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou fair value (FV) a-t-elle entraîné un court-termisme des investisseurs?*

Si la réponse estime que la JV est court-termiste : elle dépendra des codes 20-1	Si la réponse estime que la JV n'est pas court-termisme : elle dépendra des codes 20-2
20-1 JV court-termiste	20-2 JV non court-termiste

20-1 Difficultés mesure	20-2 Meilleure représentation du risque
20-1 Pro-cyclicité	20-2 Hausse de la transparence
20-1 Hausse Volatilité	20-2 Information plus pertinente
20-1 JV ne convient pas aux actifs LT	20-2 Hausse de la comparabilité
20-1 JV est adapté au CT	

Source : auteurs

Question 20 partie 2 : *Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets?*

Si la réponse propose une alternative : celle-ci dépendra des codes 20-3
20-3 Alternatives
20-3 Pas de meilleure méthode
20-3 Retour au coût amorti
20-3 Principe de prudence
20-3 Pas de JV pour les actifs LT
20-3 Adapter les IFRS
20-3 Hausse de l'information diffusée

Source : auteurs

L'analyse de contenu repose sur l'étude des régularités (propos similaires) dans un corpus d'études (ici des lettres-réponses). Cette méthode de recherche vise à identifier les points de vue des parties prenantes qui ont pris position dans le livre vert. Il convient donc d'insister sur le fait que nous étudions des discours qui sont des représentations de point de vue de leurs auteurs. Il est aussi important de noter que notre corpus de travail est composé de textes reflétant des prises de positions publiques de la part de leurs auteurs, cela peut aussi véhiculer une forme de communication ou de *lobbying* vis-à-vis des instances. L'apport de notre étude est de mettre en perspective les discours d'un large panel d'acteurs sur des questions précises.

4. Le point de vue des acteurs européens sur le court-termisme de la comptabilité en juste

Après avoir rappelé l'importance de l'information comptable dans l'économie actuelle, la CE aborde la comptabilité en juste valeur. En soulignant ses intérêts (transparence et cohérence de l'information par exemple) mais aussi ses limites. Selon la Commission, la juste valeur pourrait nuire à la stabilité et au financement à long terme. Par exemple, elle souligne un désinvestissement en actions qui pourrait être attribué à la comptabilité en juste valeur¹⁰.

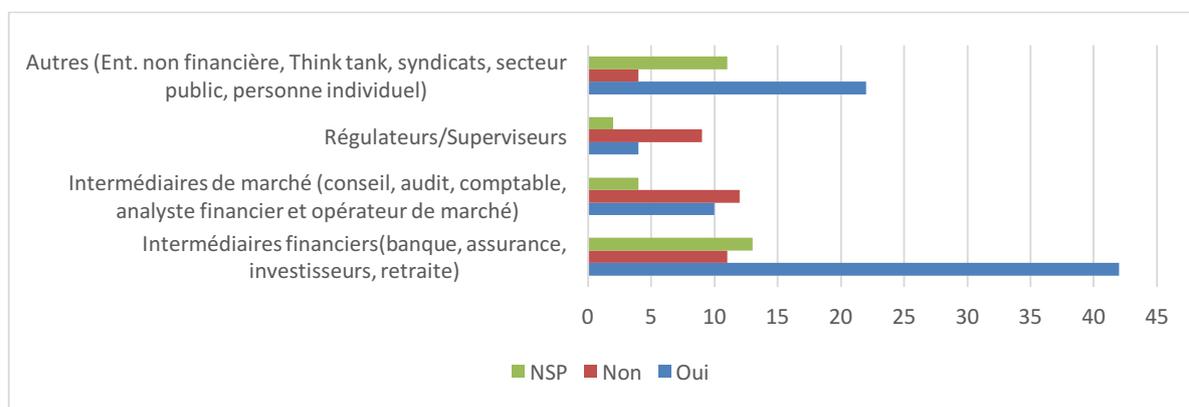
¹⁰ Cette position est relativement peu étayée dans le livre vert. En effet, le texte fait référence à des études ayant montré les effets néfastes de la juste valeur, sans pour autant les citer. Ce parti pris peut surprendre au premier abord.

Cette partie vise, d'une part, à analyser les réponses à la question 20¹¹ du livre vert, sur l'éventuel court-termisme de la comptabilité en juste valeur et ses impacts sur l'investissement et le financement de long terme; puis d'autre part, à détailler les propositions d'alternatives afin d'améliorer le contenu de l'information comptable.

4.1. La majorité des répondants au livre vert estiment que la comptabilité en juste valeur est court-termiste

Sur les 257 réponses reçues par la CE, 144 répondent à la question sur le potentiel effet court-termiste de la comptabilité en juste valeur, parmi lesquels 54% (26%) environ considèrent que la juste valeur est (n'est pas) court-termiste. Les autres répondants ne se prononcent pas. Principalement les répondants qui n'abordent pas la question comptable sont les entreprises non financières et les autres investisseurs. On peut néanmoins constater que 13 banques (dont BPCE, HSBC ou la *Deutsche Bank*) n'abordent pas la question comptable. Parmi les acteurs qui répondent à la question 20, on remarquera que 29 ne traitent pas du court-termisme potentiel des normes en juste valeur ; ces acteurs préférant aborder des questions plus précises par rapport à leur métier et/ou à l'investissement à long terme. On observe une disparité d'opinions entre les principaux secteurs¹² d'activité de répondants. Deux groupes se distinguent. La figure 1 présente les réponses selon les grands secteurs d'activité.

Figure 1 : Répartition des réponses à la question 20 en fonction des secteurs



Source : auteurs

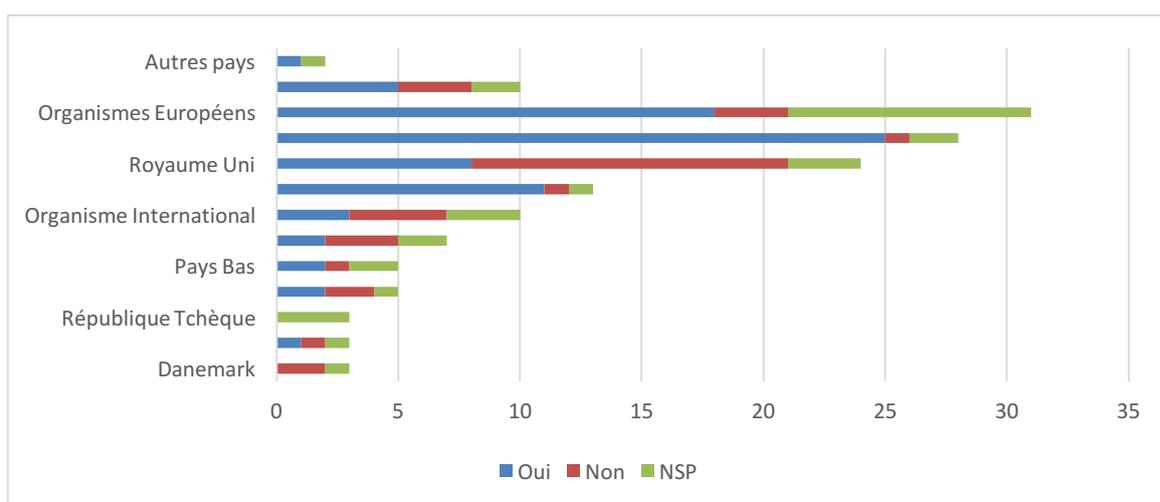
¹¹ Rappel de la question 20 du livre vert : *Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou fair value (FV) a-t-elle entraîné un comportement court-termiste des investisseurs? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets?*

¹² Il est intéressant de noter que de nombreuses associations professionnelles (12) représentatives des intérêts de chaque profession ont répondu sur les effets de la comptabilité en juste valeur.

D'un côté, les intermédiaires financiers¹³ (banques, assurances, retraites, investisseurs), les sociétés non financières et la société civile estiment majoritairement que la juste valeur est court-termiste. De l'autre, la position des intermédiaires de marché (consultants/analystes/auditeurs/comptables) est plus partagée avec un léger avantage pour ceux qui jugent la comptabilité en juste valeur non court-termiste. Enfin, la majorité des régulateurs (6 sur 11) / normalisateurs (3 sur 4) se démarque en estimant que la juste valeur n'est pas court-termiste. Ces deux groupes semblent correspondre respectivement à la dichotomie entre préparateurs et lecteurs de comptes. L'opposition à la comptabilité en juste valeur des premiers peut trouver son origine dans la difficulté d'évaluation des valeurs et surtout dans l'inadéquation de représentation de leur performance. Au contraire, l'attrait des lecteurs des comptes professionnels pour la juste valeur peut s'expliquer par leur souhait d'avoir une information financière comparable et fiable entre les entreprises. De ce fait, l'utilisation d'une référence unique pour toutes les sociétés peut répondre à cette exigence. Enfin, on peut penser que les normalisateurs soutiennent la comptabilité en juste valeur afin de répondre aux objectifs de pertinence et de transparence de l'information dont ils sont censés faire la promotion. Ce point de vue est aussi cohérent avec l'ancrage théorique des normes comptables actuelles qui favorisent dans leur cadre conceptuel l'investisseur comme destinataire exclusif de l'information comptable.

Par ailleurs, l'analyse de la répartition des réponses selon la nationalité montre un effet pays important. La figure 2 présente les réponses en fonction de leur nationalité.

Figure 2 : Répartition des réponses à la question 20 selon le pays



¹³ 46% d'entre eux estiment que la comptabilité en juste valeur a des effets court-termistes sur les activités de long terme.

Source : auteurs

Deux groupes de pays se distinguent : la France, l'Allemagne et les organismes européens semblent être convaincus de l'effet court-termiste de la comptabilité en juste valeur, contrairement au Royaume-Uni et au Danemark. Cette opposition semble assez marquée par les traditions comptables de ces différents pays. Dans la comptabilité continentale, l'État et les instances publiques jouent un rôle prépondérant, conduisant à une comptabilité tournée vers les différentes parties prenantes (États, salariés, actionnaires...). Contrairement à la comptabilité Anglo-saxonne, selon laquelle le marché est pertinent et l'information destinée à l'investisseur. La comptabilité anglo-saxonne a depuis longtemps adopté une vision économique de l'entreprise en favorisant la juste valeur, à la différence de la comptabilité continentale qui adopte une vision patrimoniale fondée sur une évaluation au coût (J. Richard et C. Colette 2005).

4.2. Impacts de la comptabilité en juste valeur sur l'investissement et le financement de long terme

L'analyse des réponses à la question 20 montre qu'une majorité des répondants partage l'avis de la CE sur le caractère court-termiste de la juste valeur sur le financement de l'investissement à long terme. Ces répondants mettent en avant trois effets négatifs :

- l'introduction d'une plus forte volatilité dans les états financiers (bilan et compte de résultat) (55% des répondants estimant que la juste valeur est court-termiste) ;
- des comportements court-termistes dans la prise de décision des investisseurs et des managers (55%) ;
- des comportements pro-cycliques (32%).

Ces arguments sont principalement avancés par les intermédiaires financiers d'Europe Continentale. Les répondants pensent que la *fair value* introduit une volatilité artificielle comptable dans la mesure où les variations de marché sont intégrées en comptabilité alors même qu'elles ne représentent pas la performance de la firme. Cette volatilité proviendrait du fait que la comptabilité en juste valeur ne permet pas de prendre en compte l'horizon de détention des actifs et la performance de long terme.

“Fair value accounting very clearly creates volatility in the financial reporting, to the extent that the changes in fair value movements are reported in net income. Such volatility may be artificial and may not be reflective of the economic volatility of the entity. In other words, capturing short-term market-to-market fluctuations in net income for instruments that will be held long-term is punitive to the holder.

Hence, additional volatility caused purely by accounting requirements may have a possible effects on short-termism.” (Santander, Banque)¹⁴

“When the short-term market volatility is recognised in the income statement of insurers it does not truly reflect the business model with long-term horizon. The artificial volatility overshadows the true business performance of insurers. The high volatility of periodical net income as a result would unavoidably lead to increased cost of capital, which does not seem to be a desirable outcome. Also the short-term volatility of the entity’s capital is a serious problem for insurers if they are forced to use full fair value accounting.” (German insurance association, Assurance)¹⁵

Par ailleurs, ils estiment que ce modèle d'évaluation réduit globalement l'attractivité des investisseurs pour les actifs de long terme. Disposant d'une information biaisée par les fluctuations de marchés instantanées, ces derniers seraient en effet conduits à agir en prenant, d'une part, des décisions qui font abstraction de l'horizon de détention initial et des performances réelles des firmes, et en adoptant d'autre part, un comportement lié aux variations de marché qui conduit à la pro-cyclicité. La comptabilité en juste valeur est destinée à des investisseurs actuels et potentiels afin de leur permettre de prendre des décisions économiques pertinentes à court terme, ce qui ne correspond pas aux besoins des investisseurs de long terme.

“A move to introduce a fair value accounting model that does not accurately convey or capture management’s intentions is likely to impact upon the usefulness of the financial statements and has the potential to adversely impact upon investor behaviour. The financial statements would require more robust and costly analysis, and potentially detract from the attractiveness of an entity.” (European Association of Public Banks and Funding Agencies, Banque)¹⁶

“La juste valeur a eu manifestement des conséquences sur le comportement des acteurs économiques (épargnants, investisseurs, entreprises). Pour ce qui les concerne, les investisseurs institutionnels ont été impactés, comme les sociétés industrielles et les banques, par cette méthode de valorisation qui réduit leur capacité à s'engager sur des investissements longs. (AF2I, Investisseurs)

¹⁴ [Notre traduction] « La comptabilisation à la juste valeur crée très clairement de la volatilité dans l'information financière, dans la mesure où les variations de juste valeur sont comptabilisées dans le résultat net. Une telle volatilité peut être artificielle et ne pas refléter la performance réelle de l'entité. En d'autres termes, saisir les fluctuations à court terme du marché dans le résultat net pour les instruments détenus à long terme est préjudiciable pour le détenteur. Par conséquent, une volatilité supplémentaire causée uniquement par des exigences comptables peut avoir des effets possibles sur le court termisme. »

¹⁵ [Notre traduction] « Lorsque la volatilité du marché à court terme est constatée dans le compte de résultat des assureurs, elle ne reflète pas vraiment le modèle d'affaires à long terme. La volatilité artificielle éclipse la véritable performance commerciale des assureurs. La volatilité élevée du résultat net périodique entraînerait inévitablement une augmentation du coût du capital, ce qui ne semble pas être un effet souhaitable. De plus, la volatilité à court terme du capital de l'entité est un problème sérieux pour les assureurs s'ils étaient obligés d'utiliser la comptabilité à la juste valeur complète. »

¹⁶ [Notre traduction] « Une démarche visant à introduire un modèle de comptabilisation à la juste valeur qui ne reflète pas fidèlement les intentions de la direction ou qui n'en tiendront pas compte aura probablement une incidence sur l'utilité des états financiers et pourrait avoir une incidence défavorable sur le comportement des investisseurs. Les états financiers nécessiteraient une analyse plus robuste et plus coûteuse, et pourraient nuire à l'attrait d'une entité. »

Enfin, ils considèrent que l'information en juste valeur introduit de la pro-cyclicité. Autrement dit, les comportements des acteurs sont amplifiés à la hausse ou à la baisse au fur et à mesure de la diffusion d'informations en temps réel mais totalement déconnectées de l'horizon de placement.

“Fair value accounting increases the focus on changes in asset prices and compounds the problem by exacerbating procyclicality. It also creates related concerns that institutions will shorten the duration of their assets in an attempt to minimize volatility in their reported earnings.” (Finance Watch, Think tank)¹⁷

“Those norms and principles have a negative impact on companies: their pro-cyclical dimension has been a worsening factor of the crisis, reduces the attractiveness of companies for a potential investor (even hedging operations must be reported in the accounts).” (Air France, Entreprises non financière)¹⁸

Enfin, il faut constater qu'une minorité de répondants a choisi de mettre en avant les bénéfices attribués à la comptabilité en juste valeur, à savoir :

- Une meilleure information pour la prise de décision économique des investisseurs (19 réponses)
- Une meilleure représentation des risques (17)
- Une augmentation de la transparence de l'information financière (15)
- Une hausse de la comparabilité entre les informations comptables diffusées (4)

Ces arguments sont principalement avancés par les répondants issus des secteurs de l'audit et du conseil, ainsi que par les normalisateurs et régulateurs.

4.3. Les propositions d'alternatives à la comptabilité en juste valeur permettant de représenter les activités de long terme

La Commission Européenne invitait aussi les répondants à proposer des alternatives à la comptabilité en juste valeur afin de mieux prendre en compte l'horizon de long terme des investissements. L'analyse des réponses a permis d'identifier six alternatives différentes, dont cinq relèvent de la technique comptable et une seule de la dimension institutionnelle. On notera que douze répondants expriment clairement que la juste valeur est la seule méthode qui vaille.

¹⁷ [Notre traduction] « La comptabilité à la juste valeur met davantage l'accent sur les variations des prix des actifs et aggrave le problème en exacerbant la pro-cyclicité. Cela crée également des inquiétudes quant au fait que les institutions réduiront la durée de placement de leurs actifs afin de minimiser la volatilité de leurs bénéfices. »

¹⁸ [Notre traduction] « Ces normes et principes ont un impact négatif sur les entreprises: leur dimension procyclique a aggravé la crise, réduit l'attractivité des entreprises pour un investisseur potentiel (même les opérations de couverture doivent être comptabilisées dans les comptes). »

1. La création d'une catégorie comptable permettant de représenter les investissements de long terme en prenant en compte l'horizon effectif de détention (durée minimale devant être déterminée) (21 réponses)
2. La diffusion de plus d'informations sur les actifs détenus sur un horizon moyen long terme, ainsi que sur leur évaluation (20)
3. Un retour au coût amorti pour les actifs détenus sur un horizon long (10)
4. Une reprise en main par l'UE de la normalisation comptable afin que les points de vue des acteurs européens soient mieux pris en compte par le normalisateur international (10)
5. Un retour au principe de prudence (asymétrique) qui consisterait à ne comptabiliser que les pertes potentielles sans prendre en compte les gains latents (8)
6. L'absence de juste valeur pour les actifs illiquides (7)

Les acteurs français sont ceux qui supportent principalement une nouvelle catégorie comptable, un retour au coût amorti, un contrôle accru par l'UE sur la normalisation comptable et l'application du principe de prudence asymétrique. Quant aux pays de tradition anglo-saxonne (Danemark, Pays-Bas, Luxembourg, Royaume-Uni), ils proposent finalement peu d'alternatives car ils estiment que la juste valeur est la meilleure méthode (ou au moins la moins préjudiciable).

Au niveau sectoriel, les sociétés non financières¹⁹, des investisseurs²⁰ et des banques²¹ plébiscitent la création d'une catégorie comptable de long terme.

Cette catégorie comptable spécifique aux investissements de long terme semble être la proposition la plus en rupture avec les méthodes actuelles. Les principaux arguments avancés par les répondants sont les suivants :

- La nécessité d'adapter les normes IFRS pour prendre en compte les spécificités de l'investissement à long terme à la fois pour les obligations et les actions (cotées et non cotées)
- Le besoin de prendre en compte la nature de long terme de la détention d'actions : ce qui conduit certains répondants à proposer une durée minimum de détention des actifs pour bénéficier de ce modèle comptable. Notons néanmoins qu'aucun critère précis quant à l'engagement de détention n'est évoqué.

Les répondants qui s'expriment sur les alternatives possibles à la comptabilité en juste valeur sont plutôt favorables à une réorientation des méthodes d'évaluation prenant en compte le

¹⁹ Air France, Associations française des entreprises privées, Association nationale des sociétés par actions, *Association of European Chambers of Commerce and Industry*, cercle de l'industrie, *European Issuers*

²⁰ AF2I, AFIC, *Long term investors club*

²¹ CDC, *Nordic investment bank*, *European association of public bank and funding agencies*

principe de prudence et donc favorisant le coût historique (avec diffusion en annexe de l'information en juste valeur). Il faut noter que la vision de la prudence avancée est une prudence asymétrique, c'est-à-dire permettant de constater seulement les moins-values potentielles et non les plus-values²². Ce positionnement peut s'expliquer par un souhait de stabilité dans l'évaluation des portefeuilles non spéculatifs.

5. Discussion des arguments et propositions au regard de l'investissement à long terme

Nous allons à présent mettre en relation les réponses au livre vert avec la littérature comptable sur la normalisation. Nous verrons que la plupart des critiques adressées par les répondants peuvent s'apparenter aux limites mises en avant dans les travaux académiques. L'analyse des critiques adressées à la juste valeur montre une remise en question par les répondants des deux fondements des normes IFRS à savoir : l'hypothèse d'efficience des marchés qui est la pierre angulaire de l'évaluation à la juste valeur (5.1) et l'investisseur comme destinataire principal de l'information financière (5.2). Si les critiques adressées sont celles généralement identifiées par la littérature antérieure (5.3), on compte néanmoins quelques soutiens à la comptabilité en juste valeur (5.4).

5.1. L'efficience des marchés en question : crise de liquidité et instruments non cotés

De nombreux répondants évoquent les fondements de la comptabilité en juste valeur. Concernant l'hypothèse d'efficience des marchés, plus d'une vingtaine de répondants évoquent les problèmes de mesure de la juste valeur en cas de crise d'illiquidité (comme l'a illustré la crise de 2008). Dans ce cas, la référence à la valeur de marché devient inadéquate car elle ne représente plus une valeur pertinente économiquement. Il faudrait alors se tourner vers une valeur de modèle qui est empreinte de nombreux biais liés entre autres aux hypothèses retenues dans les modèles.

“Mark-to-market tends to overshoot when liquidity in certain markets dries up.” (ING, Banque)²³

²² Cette vision de la prudence propre à la comptabilité continentale, n'est pas partagée par l'IASB qui estime que la prudence doit renvoyer à la neutralité et donc comptabiliser autant les plus-values latentes que les moins-values.

²³ [Notre traduction] « L'évaluation en valeur de marché a tendance à être dépasser lorsque la liquidité de certains marchés se tarit. »

En dehors des périodes de crises, les répondants soulignent également les limites voire l'inefficacité de la comptabilité en juste valeur pour évaluer certains instruments tels que les actions non cotés (*private equity*). Dans ce dernier cas, la référence au marché est difficile voire impossible.

« S'agissant du capital investissement, qui est un investissement à long terme, les souscripteurs des fonds sont engagés sur de longues périodes, de 10 ans, pendant lesquelles ils ne peuvent généralement pas se retirer des fonds. Cette structure reflète l'illiquidité des investissements sous-jacents, dans des sociétés non cotées. Cette structure a surtout l'immense bénéfice de donner une perspective de moyen terme aux sociétés sous-jacentes pour se lancer dans leurs plans de développement. Cette perspective longue est essentielle pour construire une croissance durable. Dans ce contexte imposer une valorisation « *fair market value* » sur un portefeuille de PME peut comporter des effets secondaires très dangereux. Il faut donc trouver les bons équilibres entre la nécessaire transparence vers les souscripteurs sur l'état du portefeuille, et le maintien d'une perspective de moyen terme. » (AFIC, Investisseurs)

La juste valeur est pertinente si et seulement si on suppose que l'information qui provient des marchés financiers est juste et fiable, mais dès lors que ce postulat est remis en question, cette méthode de calcul peut devenir problématique. Plusieurs répondants, issus du secteur bancaire, remettent directement en cause l'hypothèse d'efficacité des marchés.

« Les principes comptables IFRS accordent une place privilégiée à la valeur instantanée de marché, au détriment de l'analyse sur le long terme de son aptitude à générer de la performance. Cela repose sur la théorie générale de l'efficacité des marchés qui stipule que le prix de marché est la meilleure représentation de la valeur de tout instrument négociable. Or la crise a mis en lumière les limites de ce concept, en particulier pour les instruments dont les paramètres de marché (liquidité, profondeur de marché, mode de gestion, fragmentation...) qui doivent aussi être pris en considération. Ces trois critères doivent être considérés simultanément, et non isolément comme le proposent actuellement les normalisateurs, pour déterminer un mode d'évaluation pertinent basé sur les possibilités d'encaissement des flux de trésorerie futurs qu'offrent les marchés et la stratégie de détention suivie. » (Fédération Bancaire Française, Banque)

L'ensemble des réponses du livre vert rejoignent les nombreux travaux critiquant l'hypothèse d'efficacité des marchés. En effet, le développement des travaux en finance comportementale a contribué à largement remettre en question l'hypothèse dominante d'efficacité des marchés. L'article de M. Albouy (2005) recense l'ensemble des arguments, étayés scientifiquement, qui contribue à démontrer l'inefficacité des marchés financiers.

5.2. Le destinataire de l'information en IFRS remis en question

Les répondants remettent également en cause le choix de l'IASB de privilégier comme destinataire principal de l'information comptable l'investisseur financier, entendu

principalement comme un investisseur à court terme qui a besoin d'une information en temps réel pour prendre une décision en matière d'allocation. Ainsi si la comptabilité en juste valeur reflétant les variations instantanées des marchés convient parfaitement à un investisseur à court terme, voire spéculateur, elle n'est pas pertinente pour un investisseur de long terme désireux de privilégier la recherche de la performance sur une durée plus longue.

“In promoting the fair value, the IASB took for granted that investors and more specifically short term investors are the only users of the IFRS.” (BNP PARIBAS, Banque)²⁴

Si certains répondants concèdent qu'une information en temps réel peut s'avérer utile, ils estiment que ce type d'information ne devrait pas être la seule pour prendre en compte la diversité des acteurs et de leurs stratégies d'investissement.

La teneur des réponses conduit à se poser la question de la pertinence de centrer l'information comptable sur les investisseurs actuels et potentiels, en présupposant qu'ils ont besoin d'une valeur en temps réel. Une telle question renvoie au fondement théorique des normes IFRS marqué par la théorie de l'agence dans laquelle l'information comptable permet de réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires, en limitant le pouvoir discrétionnaire de manipulation de l'information par les membres internes de la firme. De ce point de vue, les propriétaires doivent à tout moment connaître la valeur liquidative de leur investissement, afin de savoir si les managers ont correctement géré les fonds mis à leur disposition. Dans cette perspective la valorisation en temps réel selon la juste valeur permet d'atteindre cet objectif conformément au cadre conceptuel de l'IASB qui suppose que « les investisseurs sont les apporteurs de capitaux à risque de l'entreprise, la fourniture d'états financiers qui répondent à leurs besoins répondra également à la plupart des besoins des autres utilisateurs susceptibles d'être satisfaits par des états financiers ».

Toutefois, les actionnaires ne sont pas les seuls utilisateurs de l'information financière. D'autres parties prenantes tels que les salariés, les prêteurs, l'état, les régulateurs, les fournisseurs, les clients... sont intéressés par l'information comptable. Nombre d'entre eux ne se situent pas dans une optique liquidative mais dans une optique de continuité de l'activité qui ne nécessite pas une évaluation à la juste valeur. Bien que les cadres conceptuels de l'IASB (1989 et 2010) posent comme hypothèse de base la continuité de l'exploitation, dans les faits, l'information comptable fondée sur la valeur de marché s'avère indépendante de l'horizon de détention.

²⁴ [Notre traduction] « En favorisant la juste valeur, l'IASB tient pour acquis que les investisseurs et plus particulièrement les investisseurs à court terme sont les seuls utilisateurs des IFRS. »

Les répondants au livre vert soulignent cette mauvaise prise en compte de l'horizon de long terme par les normes comptables en particulier par la norme IAS 39.

5.3. Les critiques adressées par les répondants rejoignent les travaux de recherche

On peut constater que les principales critiques émises par les répondants du livre vert sont celles qui sont au centre des travaux de recherche sur la comptabilité en juste valeur : la hausse de la volatilité des résultats et des capitaux propres, l'apparition d'un comportement pro-cyclique et la baisse de l'intérêt des investisseurs de long terme qui auraient tendance à raccourcir leur horizon de gestion.

Tout d'abord la principale critique adressée à la comptabilité en juste valeur est l'introduction d'une volatilité artificielle des résultats et capitaux propres (44 répondants). Les variations du marché ne représentent pas la performance des sociétés qui se positionnent sur des cycles de long terme. Ces réponses donnent un écho professionnel aux différents travaux scientifiques visant à démontrer la hausse de la volatilité (G. Plantin et *al.* 2008 ; Y. Zhang et J. Andrew 2014 ; B. Jaggi et *al.* 2010 ; W. Chen et *al.* 2013).

Près de 25 répondants soulignent l'augmentation de la pro-cyclicité suite à l'introduction des normes en juste valeur. Ils démontrent que les tendances des cycles financiers haussiers (avant crise) puis baissiers (après crise) ont été accentuées par la juste valeur et surtout ont été répercutées automatiquement dans les états financiers, entraînant ainsi des réactions immédiates déconnectées des valeurs réelles. Les répondants du livre vert soulignent les effets de la pro-cyclicité sur les stratégies des firmes. Ainsi, sous la pression des marchés, elles sont conduites à abandonner des stratégies contrariantes de long terme pour adopter un comportement *momentum* (suiveur de tendances) en réagissant à chaque variation notable des cycles financiers. Ce dévoiement des stratégies d'investissement de long terme est préjudiciable pour le financement de l'économie. On trouve ici une illustration claire des hypothèses émises dans la littérature par C. Laux et C. Leuz 2009 et G. Plantin et *al.* 2008 par exemple. Enfin les travaux de J. Perry et A. Nolke (2007) et Y. Zhang et J. Andrew (2014) démontrant l'effet court-termiste de la juste valeur, sont largement étayés par les réponses reçues lors de la consultation européenne. Ainsi comme nous l'avons vu la majorité des répondants estiment que les normes en juste valeur court-termiste conduisent à une baisse d'attractivité des investissements à long terme.

5.4. Les soutiens à la juste valeur

Les 37 répondants estimant que la comptabilité en juste valeur n'est pas court-termiste insistent sur les effets positifs de ce modèle d'évaluation sur l'information comptable. Plus précisément, ils soulignent que l'information en juste valeur représente une meilleure information pour la prise de décision de placement et permet une bonne représentation des risques et augmente la transparence des états financiers. L'objectif de comparabilité, mise en avant par les normalisateurs, n'est cité que rarement comme qualité de la comptabilité en juste valeur.

Conformément à la littérature existante sur les contributions de la comptabilité en juste valeur, les arguments favorables sont destinés à montrer l'augmentation de la pertinence de l'information financière en juste valeur pour les lecteurs des comptes et pour les marchés financiers en général. Ce point de vue rejoint les travaux théoriques de la mouvance de la *value relevance* de l'information comptable qui montrent que les marchés financiers valorisent davantage l'information financière utilisant la juste valeur plutôt que le coût historique. Pour démontrer cela, ces études mettent en relation la valeur boursière et la valeur comptable des capitaux propres et celle du résultat conformément au modèle de J. Ohlson (1995)²⁵. Ainsi, à l'instar de nombreux travaux, (V. Capkun et al. 2008 ; D. Cormier et al. 2009), les répondants au livre vert estiment que la comptabilité en juste valeur permet la diffusion d'une information financière de meilleure qualité, ce qui permet d'améliorer la transparence des états financiers et de contribuer à la meilleure prise de décision.

On notera néanmoins que ces points de vue à la fois théoriques et empiriques ne font pas explicitement référence au financement de l'investissement à long terme. Ils se situent dans une approche immédiate des marchés estimant que le rôle de l'information comptable est de rendre compte en temps réel de la valeur et non d'étaler les résultats dans le temps. Certains répondants soutenant la comptabilité en juste valeur estiment qu'une information en temps réel est plus pertinente pour l'investisseur même à long terme qu'une information en coût historique qui ne permet pas aux lecteurs des comptes d'appréhender correctement la valeur de l'entreprise. Ces points de vue sont néanmoins minoritaires au sein des répondants au livre vert.

Conclusion

Cet article a permis de mettre en évidence le point de vue d'un panel d'acteurs européens sur les effets de la comptabilité en juste valeur sur le financement de l'investissement à long terme.

²⁵ Le modèle d'Ohlson vise à expliquer la valeur boursière d'une société en fonction de sa valeur comptable, de sa profitabilité actuelle et future.

Il révèle qu'une majorité des répondants considère la comptabilité en juste valeur comme court-termiste. Plus précisément, il met en avant trois impacts négatifs de ce modèle d'évaluation au regard des activités de long terme des intermédiaires financiers bancaires et non-bancaires (investisseurs institutionnels) : l'introduction d'une plus forte volatilité dans les états financiers (bilan et compte de résultats) ; des comportements court-termistes et pro-cycliques dans la prise de décision des investisseurs et des managers. Il identifie également six alternatives différentes, dont cinq relèvent de la technique comptable parmi lesquelles la création d'une catégorie comptable permettant de représenter les investissements de long terme en prenant en compte l'horizon effectif de détention.

Outre le fait que cette étude va plus loin que l'exploitation qui a été faite du livre vert par la Commission Européenne, la contribution de cet article est double : d'une part, en mettant en exergue les points de vue d'acteurs de terrain *via* une démarche empirique qualitative, elle enrichit les travaux académiques comptables sur la comptabilité en juste valeur ; d'autre part, elle peut être utile aux instances de normalisation en participant au débat sur le rôle de la comptabilité. Si cet article a circonscrit son objet d'étude à la comptabilité en juste valeur sur les activités de financement de long terme, la Commission Européenne a investigué dans son livre vert d'autres contraintes (relevant de la réglementation prudentielle ou encore des règles de gouvernance) pouvant impacter potentiellement le financement de l'investissement à long terme. En conséquence, il existe de nombreux axes pour poursuivre cette recherche.

Bibliographie

- Aglietta Michel et Rigot Sandra. 2009. *Crise et rénovation de la finance*. Odile Jacob.
- Albouy Michel. 2005. « Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers ? » *Revue Française de Gestion*, 4 (157): 169- 188.
- ANC. 2013. « *Think long-term first. Comments for the French accounting standards authority to EC green paper.* »
- Barlev Benzion & Haddad Joshua R. 2003. « Fair Value Accounting and the Management of the Firm » *Critical Perspectives on Accounting*, 14: 383-415
- Barth Mary. 1994. « Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks » *The Accounting Review*, 69 (1): 1-25.
- Barth Mary, Beaver William & Landsman Wayne. 1996. « Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. » *The Accounting Review*, 71 (4): 513- 537.
- Barth Mary, Landsman Wayne R. & Wahlen James M. 1995. « Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows » *Journal of Banking & Finance*, 19 (3-4): 577-605.
- Bernanke Ben. 2009. *Financial Reform to Address Systemic Risk*. Washington DC.
- Bernard Victor, Merton Robert & Palepu Krishna G. 1995. « Mark-to-Market Accounting for Banks and Thrifts: Lessons from the Danish Experience » *Journal of Accounting Research*, 33 (1): 1-32.

- Capkun Verdan, Cazavan-Jeny Anne, Jeanjean Thomas & Weiss Lawrence. 2008. « *Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local gaaps to IFRS in Europe.* » Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1125716>.
- Casta Jean François. 2003. *La comptabilité en juste valeur permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ?* Les cahiers du CEREG.
- Chattam Michael, Larson Robert & Vietze Axel. 2010. « Issues affecting the development of an international accounting standard on financial instruments. » *Advances in accounting, incorporating Advances in international accounting*, 26: 97- 107.
- Chen Wei, Tan Hun-Tong & Ying Wang Elaine. 2013. « Fair value accounting and managers' hedging decisions. » *Journal of Accounting Research*, 51 (1): 67- 103.
- Chiapello Eve. 2005. « Les normes comptables comme institution du capitalisme. Une analyse du passage aux normes IFRS en Europe à partir de 2005. » *Sociologie du travail*, 47: 362- 382.
- Cormier Denis, Demaria Samira, Lapointe-Antunes Pascale et Teller Robert. 2009. « First-Time Adoption of IFRS, Managerial Incentives, and Value-Relevance: Some French Evidence. » *Journal of International Accounting Research*, 8 (2): 1- 22.
- Della Croce Raffaella., Stewart Fiona & Yermo Juan. 2011. « Promoting Long-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies. » *Financial Markets trends*, 2011 (1).
- Demaria Samira et Rigot Sandra. 2015. « L'investissement à long terme : quels enjeux comptables ? » *Revue française de comptabilité*, Octobre (491): 69- 74.
- Dumontier Pascal et Raffournier Bernard. 2005. « L'application des IFRS ou l'importance croissante de la juste valeur en comptabilité. » *Banque et marchés*, novembre-décembre: 56- 62.
- Eccher Elizabeth, Ramesh K. & Ramu Thiagarajan S. 1996. « Fair value disclosures by bank holding companies. » *Journal of accounting and economics*, 22: 79- 117.
- Ernst & Young. 2005. « *How fair is fair value ?* » IFRS stakeholders' series. s.l.: s.n.
- European Commission. 2014. « *Response to commission green paper on long-term financing of the European economy.* »
- Fama Eugene. 1970. « Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. » *Journal of finance*, 25 (2): 383- 417.
- G30. 2013. « *Long-term finance and economic growth.* »: Working group on long-term finance.
- Giordano-Spring Sophie et Lacroix Monique. 2007. « Juste valeur et reporting de la performance : débats conceptuels et théoriques. » *Comptabilité contrôle audit*, Thématique: 77- 96.
- Gyunther Reginald. 1967. « Accounting Concepts and Behavioral Hypotheses. » *The accounting review*, 42 (2): 274- 290.
- Hitz Joerg-Markus. 2007. « The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective. » *European accounting review*, 16: 323- 362.
- Horton Joanne, Serafeim George & Serafeim Ioanna. 2013. « Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment? » *Contemporary Accounting Research* 30 (1): 388- 423.
- IASB. 1989. « Conceptual framework. »
- IASB. 2010. « Conceptual framework. »
- Jaggi Bikki, Winder James & Lee Cheng-Few. 2010. « Is There a Future for Fair Value Accounting After the 2008–2009 Financial Crisis? » *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies*, 13 (3): 469- 493.
- Khurana Inder K. & Kim Myung-Sun. 2003. « Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies » *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (1): 19-42
- Kindleberger Charles. 1978. *Manias, panics, and crashes : a history of financial crisis*, Wiley Investment Classics.
- Landsman Wayne. 2007. « Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. » *Accounting and business research*, 19: 19- 30.

- Larson Robert. 2008. « An examination of comment letters to the IASC: Special purpose entities. » *Research in accounting regulation*, 20: 27- 46.
- Laux Christian & Leuz Christian. 2009. « The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. » *Accounting, Organizations, and Society*, 34: 826- 834.
- Lepetit Jean-François. 2014. *Dysfonctionnement des marchés financiers*, Paris: Economica, 192 p.
- Magnan Michel. 2009. « Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor? » *CIRANO scientific publications* Mai (27).
- Martaud Didier et Morand Pascal. 2010. « Normes comptables et crise financière : Propositions pour une réforme du système de régulation comptable. » *La Documentation Française*.
- Muller Julian. 2013. « An accounting revolution? The financialisation of standard. » *Critical perspectives*, 21 (30): 539-557.
- Nelson Karen. 1996. « Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS n°107. » *The accounting review*, 71 (2): 161- 182.
- Ohlson James. 1995. « Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. » *Contemporary Accounting Research*, 11: 661- 687.
- Perry James & Nolke Andreas. 2007. « The Political Economy of International Accounting Standards. » *Review of International Political Economy*, 12 (4): 559- 586.
- Plantin Guillaume, Sapra Haresh & Song Shin Hyun. 2008. « Marking-to-market: Panaceas or Pandora's Box? » *Journal of Accounting Research*, 46 (2): 435- 460.
- Richard Jacques et Colette Christine. 2005. *Système comptable français et normes IFRS*, Dunod. Paris.
- Sapra Haresh. 2010. « The Economic Trade-Offs in the Fair Value Debate. » *Chicago Booth Research*, Paper 09-35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1481777>.
- Seaman George. 2004. « Positions taken in the fasb and iasb due process on accounting for employee stock options. » *Journal of accounting and finance research* (summer).
- World Economic Forum Report. 2012. « Global Agenda Councils, Long Term Investing »
- Zhang Ying & Andrew Jane. 2014. « Financialisation and the conceptual framework. » *Critical Perspectives on Accounting*, 25 (1): 17- 26.