

RECUEIL D'OPINIONS
décembre 2007

Points de vue d'investisseurs sur la mise en œuvre des normes IFRS



*Fédération
Française
des Sociétés
d'Assurances*





**Points de vue d'investisseurs
sur la mise en œuvre des normes IFRS**

*Recueil d'opinions
Décembre 2007*

Sommaire

Avant-propos , par Alain Leclair et Gérard de La Martinière	p.3
Introduction , par Nicolas Véron	p.5
▪ Bertrand Allard et Jacques de Greling , co-Présidents de la commission Comptabilité et Analyse Financière – Jacques Mériaux, Société Française des Analystes Financiers	p.11
▪ Philippe Chaumel , Directeur de la gestion des SICAV et FCP, et Natacha Rousset , Rothschild Gestion	p.15
▪ Philippe Danjou , Directeur des affaires comptables, et Sophie Baranger , Directrice adjointe, Autorité des Marchés Financiers	p.19
▪ Richard Deville , Actuaire conseil en avantages sociaux	p.23
▪ Catherine Guttman , Associée, Deloitte	p.25
▪ Michèle Jardin , Responsable du pôle STARS (stratégie, trading, analyse financière, recherche & systèmes), et Stéphane Taillepied , Directeur de la recherche Actions, Crédit Agricole Asset Management	p.29
▪ Denis Kessler , Président-Directeur Général de SCOR	p.33
▪ Yann Le Pallec , Responsable Assurance Europe, Standard & Poor's	p.37
▪ Xavier Paper , Associé fondateur, Paper Audit & Conseil	p.41
▪ Marie-Pierre Peillon , Head of Equity & Credit Research, Groupama Asset Management	p.45
▪ Julien Vannier , Analyste Buy-Side, Société Générale Asset Management	p.47
▪ Pierre Vaquier , Directeur Général, et Laurent Liot , Directeur Administratif et Financier, AXA Real Estate Investment Managers France	p.51
▪ Thibaud de Vitry , Directeur de la gestion et de la relation avec les compagnies d'assurances AXA, AXA Investment Managers	p.53
▪ Adam Ward , Senior Research Analyst, AXA Rosenberg	p.57
Lexique des acronymes utilisés	p.59

Avant-propos

Par Alain Leclair, Président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG)
et Gérard de La Martinière, Président de la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA)

Le débat sur les normes comptables n'est pas une querelle abstraite. Il porte sur l'un des principaux outils dont les acteurs économiques disposent au quotidien pour évaluer la performance des entreprises et effectuer leurs choix d'investissement.

Nos deux associations représentent l'essentiel de l'activité d'investissement en titres cotés en France, et souhaitent donc prendre toute leur part dans ce débat. Les normes comptables, et plus particulièrement les normes internationales IFRS, sont tournées en priorité vers les investisseurs – tel est en tout cas l'objectif proclamé dans le cadre conceptuel qui régit en principe leur élaboration. Mais qu'en est-il en pratique ?

La meilleure manière de répondre à cette question nous a semblé de donner la parole aux investisseurs, au plus près du terrain. Leurs témoignages forment l'essentiel de la présente étude, qui fait suite au recueil d'opinions publié conjointement par nos deux associations en décembre 2004. Nous remercions Nicolas Véron d'avoir bien voulu coordonner ce travail, en lien étroit avec Carlos Pardo à l'AFG et Philippe Trainar puis Bertrand Labilloy à la FFSA.

Par-delà la diversité des points de vue exprimés, les investisseurs se retrouvent sur quelques grands constats. Pour eux, le passage aux IFRS a constitué un net progrès par rapport à la situation antérieure, et a été géré avec professionnalisme par la communauté des affaires française. Mais ces éléments positifs ne doivent pas masquer les insatisfactions et les inquiétudes. Le processus de normalisation reste l'objet de nombreuses critiques, et le point de vue des investisseurs y reste insuffisamment pris en compte. La mise en œuvre des IFRS n'est pas encore suffisamment cohérente, et la comparabilité des états financiers qui en était attendue n'est pas encore au rendez-vous. Pour beaucoup de participants, des initiatives publiques au niveau de l'Union européenne seront nécessaires pour rendre le système plus efficace et plus robuste.

Les entretiens qui forment ce recueil ont été réalisés avant la crise du crédit qui s'est déclenchée durant l'été 2007. En imposant une information bilancielle sur des engagements autrefois publiés hors bilan, tels que ceux résultant d'instruments financiers dérivés, les normes IFRS ont sans doute permis d'éviter une crise plus grave. Mais par l'accent qu'elles placent sur les valeurs de marché, elles ignorent les cycles longs et notamment ceux relatifs aux investissements en infrastructures, ainsi que ceux liés au financement de la retraite. Elles se trouvent par ailleurs prises en défaut en l'absence de liquidité. Les développements récents montrent à quel point les besoins d'information financière sont devenus cruciaux pour le bon fonctionnement de l'économie. Ils conduisent à poser des questions d'identification des risques et de transparence auxquelles les normes comptables pourront apporter certaines réponses, au bénéfice de la communauté de l'investissement. Nos deux organisations entendent participer activement aux discussions futures en ce sens.

Ces débats n'ont évidemment de sens que s'ils sont portés au niveau international. C'est pourquoi nous avons choisi cette fois de publier la présente étude simultanément en français et en anglais. Nous vous en souhaitons bonne lecture.

Introduction

Nicolas Véron, Economiste au sein du Bruegel et associé fondateur d'ECIF

Les utilisateurs d'information financière – les investisseurs avant tout, mais aussi les analystes, les agences de notation, et plus généralement l'environnement de conseil et d'expertise qui permet aux investisseurs d'optimiser leurs choix – sont logiquement les premiers « clients » de la normalisation comptable. Le cadre conceptuel actuel de l'IASB est d'ailleurs explicite sur le fait que les besoins d'information des investisseurs sont l'élément principal qui doit guider le travail de normalisation. Pourtant, les utilisateurs font souvent figure de grands absents des débats sur les normes comptables, qui sont devenus sensiblement plus animés depuis la décision de l'Union européenne en 2002 d'adopter les normes comptables internationales IFRS pour les comptes consolidés des sociétés cotées.

La période actuelle est particulièrement propice à un bilan d'étape. Après deux ans de pratique, les premiers éléments d'expérience des nouvelles normes commencent à se dessiner. En même temps, de nombreuses décisions restent à prendre pour stabiliser le cadre de mise en œuvre, et il serait erroné de considérer que le marché est déjà entré en phase de routine en ce qui concerne l'application des IFRS.

De ce point de vue, le présent recueil d'entretiens est complémentaire des autres travaux menés pour apprécier l'impact des IFRS. Ceux-ci consistent principalement en des enquêtes par sondage, menées généralement par les grands cabinets d'audit, ou des revues des états financiers publiés par les entreprises cotées à travers l'Europe, parmi lesquelles on peut notamment citer l'étude menée par l'institut des experts-comptables d'Angleterre et du Pays de Galles (ICAEW) pour le compte de la Commission européenne, publiée en octobre 2007.

La méthode utilisée ici – des entretiens libres avec des participants du marché –, si elle est dépourvue d'aspects quantitatifs, permet en revanche de mettre en relief les aspects qualitatifs de l'expérience de la première application telle qu'elle a été vécue par la communauté des utilisateurs d'information financière, et d'identifier les préoccupations de ces derniers sans a priori. Cette méthode permet ainsi d'éclairer le débat public sur les questions qui sont prioritaires pour les utilisateurs. Elle révèle des convergences mais aussi des différences avec les points de vue menés par d'autres communautés d'acteurs du marché : les entreprises cotées (« préparateurs de comptes » dans le jargon de la profession), souvent nettement plus négatifs que les utilisateurs sur le bilan d'étape des IFRS ; les auditeurs, parfois hésitants à sortir d'un cadre d'analyse purement technique en raison de la sensibilité de leur mission ; et les autorités de régulation et de normalisation, dont le champ de vision est généralement concentré sur un seul territoire national. Les utilisateurs interrogés dans le cadre de l'étude ne constituent en aucun cas un « échantillon représentatif » scientifiquement constitué. Mais leurs points de vue permettent d'appréhender la diversité des perspectives au sein de la communauté de l'investissement, et de faire émerger des questions qui n'ont pour l'instant pas été suffisamment débattues. Quelques points de vue complémentaires d'émetteurs, d'auditeurs et d'autorités publiques ont également été collectés pour compléter le champ d'observation.

La présente introduction ne saurait remplacer la lecture des entretiens qui suivent, dont le contenu souvent dense apportera de nombreux éléments de jugement qui ne peuvent guère être résumés en quelques paragraphes. Néanmoins, quelques grandes tendances peuvent être dessinées, qu'il s'agisse d'éléments de consensus ou au contraire de points de divergence selon le point de vue exprimé.

1. Le bilan d'étape porte tout d'abord sur la **qualité des normes**. A ce titre, plusieurs éléments ressortent des entretiens menés.

- L'introduction des IFRS a apporté une **transparence** nouvelle dans plusieurs domaines : les instruments dérivés, le hors bilan, la titrisation, les engagements de retraite, les stock-options, l'information sectorielle. Sur tous ces points, la richesse d'information apportée par les IFRS est en général jugée très positivement, même si certains utilisateurs déplorent la longueur parfois difficile à gérer qui en résulte pour les rapports financiers.
- La **pertinence** de l'information, en revanche, est disputée, d'autant qu'elle est appréciée différemment par différents utilisateurs (Danjou et Baranger). Beaucoup d'utilisateurs demeurent attachés à une analyse des flux d'exploitation, que les IFRS ne facilitent pas nécessairement en comparaison des normes antérieures. Les catégories d'instruments financiers de la norme IAS 39 font l'objet de critiques pour leur rigidité (Chaumel et Rousset, Vannier, de Vitry). Les tests de dépréciation des *goodwills* laissent plusieurs observateurs sceptiques. Les règles d'activation des dépenses de recherche et développement sont également critiquées. Plusieurs points de vue considèrent que l'approche de l'IASB s'éloigne trop souvent de la réalité économique pour privilégier un formalisme abstrait (Vannier). Plusieurs utilisateurs s'inquiètent de la tentation de communiquer sur des données *pro forma* (produites hors du cadre des IFRS) pour contourner les défauts perçus de pertinence des IFRS (Chaumel et Rousset, Vannier).
- La **fiabilité** des comptes en IFRS est à peu près unanimement saluée comme supérieure à la situation antérieure : les possibilités de « lissage » des comptes, notamment dans le secteur des services financiers, sont minimisées (Danjou et Baranger, Le Pallec). En revanche les utilisateurs affichent une grande prudence sur les tests de dépréciation des *goodwills*, jugés très dépendants des conditions de marché.
- L'**intelligibilité** des données financières est parfois jugée moindre depuis l'adoption des IFRS. Pour certains, c'est la contrepartie de la transparence, par exemple en matière de comptabilité des instruments dérivés ; pour d'autres, cela est dû à une complexité inutile des normes. Les entreprises d'assurances constituent un cas spécifique, du fait de l'absence d'une norme définitive sur les passifs (Kessler, Le Pallec).
- Enfin, certaines normes récentes font l'objet d'inquiétudes spécifiques, souvent liées au processus de convergence avec les normes américaines US GAAP. Ceci concerne notamment la norme IFRS 8 sur les segments d'activité (Guttmann, Peillon).

2. La seconde grande catégorie d'enseignement porte sur la **mise en œuvre** des IFRS pendant les deux premières années suivant l'adoption.

- Le travail de **préparation de la transition** par les grands émetteurs français et étrangers est généralement salué comme de qualité (Allard et de Greling, Peillon). La complexité de l'exercice a été bien anticipée et a donné lieu à l'engagement de moyens importants, à la fois en interne pour la production des nouveaux états financiers, et en externe pour sensibiliser et « éduquer » le marché aux effets du changement de règles, même si certains jugent encore insuffisante l'information de transition.
- La **qualité des audits** fait généralement l'objet d'une appréciation prudente, les utilisateurs se jugeant parfois peu à même de porter un jugement informé. Pour la plupart, le mécanisme d'audit ne suffit pas à lui seul à imposer une application cohérente des IFRS, et la qualité de l'information financière implique également une participation active

des utilisateurs et des autorités publiques en sus de l'action menée par les cabinets d'audit. Certains (Delville, Vannier) mentionnent également les défis de formation et d'adaptation des compétences au sein même des réseaux d'audit.

- Le point clé dans l'appréciation de la mise en œuvre des IFRS reste la question de la **comparabilité** des états financiers, notamment d'un pays à l'autre de l'Union européenne au sein d'un même secteur d'activité. L'adoption par tous de normes internationales accroît naturellement la comparabilité, mais leur application reste marquée par de fortes disparités (Jardin et Taillepied, Kessler, Vannier), parfois qualifiées de « couleur locale » (Allard et de Greling) voire de « *nostalgic accounting* » (Ward). Tous s'accordent à reconnaître que la comparabilité ne pouvait pas être atteinte dès la première application (notamment du fait des souplesses ménagées par la norme de transition, IFRS 1). En revanche, les avis divergent sur la capacité des mécanismes existants – pression du marché, des auditeurs et des autorités publiques, *benchmarking* entre émetteurs – à faire peu à peu disparaître les divergences observées pour atteindre un degré de comparabilité satisfaisant. Certains (Allard et de Greling, Jardin et Taillepied) parient sur la capacité du marché à éliminer spontanément les incohérences actuelles, alors que d'autres (Danjou et Baranger, Peillon, Vannier) en doutent.
- Une question liée à la précédente porte sur la capacité des IFRS à rester « *principles-based* », et sur la nécessité corrélative d'introduire des **règles** plus détaillées pour leur mise en œuvre. Il est remarquable de constater la convergence des avis sur le fait que des règles plus précises devront peu à peu émerger afin d'assurer une cohérence dans l'application (Allard et de Greling, Ward). Ce consensus des utilisateurs apparaît en décalage avec d'autres volets du débat public sur les IFRS qui louent au contraire leur caractère principiel.

3. La **gouvernance** du processus de normalisation et du contrôle de la mise en œuvre fait également l'objet de commentaires.

- La **gouvernance de l'IASB** et plus généralement de l'organisation de normalisation internationale, incluant l'IASC Foundation et l'IFRIC, est souvent critiquée pour sa faible prise en compte des points de vue d'utilisateurs (Chaumel et Rousset, Le Pallec, Ward).
- Le **niveau européen** suscite un certain nombre d'interrogations. Beaucoup soulignent la responsabilité politique prise par l'Union en imposant les IFRS à ses entreprises, et sur la nécessité qui en découle d'assurer le succès de la mise en œuvre. L'interaction avec les autorités américaines et notamment la SEC, lorsqu'elle est mentionnée, est généralement jugée positivement, même si des réserves sont également exprimées sur les écarts de cultures comptables de part et d'autre de l'Atlantique (Le Pallec).

4. L'**impact** global de l'adoption des IFRS est le dernier élément, et sans doute le plus important.

- Le **bilan général coûts / bénéfiques** est jugé sévèrement par certains (Vaquier et Liot), plus favorablement par d'autres (Vannier, Ward). Plusieurs interlocuteurs insistent sur le fait qu'un véritable bilan ne pourra pas être établi avant plusieurs années, lorsque l'application des IFRS sera définitivement passée de la phase initiale de transition à un régime plus permanent.
- La **volatilité** des soldes financiers induits par la mise en œuvre des IFRS n'a guère eu de conséquences dommageables (Jardin et Taillepied), mais certains regrettent l'absence de

prise en compte des cycles longs notamment dans l'assurance et la réassurance (Kessler, de Vitry). Le marché ayant été bien préparé, la volatilité « comptable » ne s'est pas traduite en termes de volatilité boursière – au contraire, cette dernière a nettement baissé pendant la période de première application par rapport à son point haut de 2001-02.

- L'impact des IFRS sur les **décisions de gestion** est jugé généralement limité. L'idée selon laquelle les nouvelles normes conduiraient à une gestion plus court-termiste des entreprises n'est guère validée par les utilisateurs interrogés, certains (Paper) jugeant même que l'effet a été inverse.
- Enfin, les utilisateurs sont nombreux à noter l'importance de la **conjoncture financière** dans la phase d'adoption (Jardin et Taillepied, Paper, Vannier). Les conditions favorables régnant depuis 2003-04 ont facilité la transition, et la robustesse du cadre IFRS – qui, comme on sait, s'appuie bien plus sur des références de marché que les normes qu'il remplace, notamment en France – ne pourra être véritablement jugée qu'après un cycle complet des marchés. Même si tous les entretiens ont été réalisés avant l'été 2007, nombre d'entre eux marquent une préoccupation sur cet aspect qui a été pleinement validée par les turbulences du mois d'août.

L'impression d'ensemble est en ligne avec les éléments qui ressortaient de l'enquête effectuée sous forme de recueil d'opinions par l'AFG et la FFSA en 2004 : l'adoption des IFRS est une bonne nouvelle pour les investisseurs, à condition qu'émergent des pratiques cohérentes de mise en œuvre – ce qui, deux ans après la première application, n'est pas encore vraiment le cas. Le défi s'adresse à tous les participants du marché, y compris les investisseurs eux-mêmes, qui sont les mieux à même de valoriser les bonnes pratiques et de sanctionner les mauvaises. Les auditeurs et les autorités de marché doivent également jouer un rôle clé dans la convergence des pratiques de mise en œuvre des nouvelles normes, et doivent s'en donner pleinement les moyens pour que les IFRS puissent tenir leurs promesses.

Les entretiens ont été réalisés à la fin de l'année 2006 et pendant la première moitié de 2007. Les institutions employant les personnes interrogées au cours de ces entretiens ne sauraient être tenues responsables des propos transcrits dans le présent recueil, qui ont été tenus à titre personnel et n'engagent que les personnes interrogées.

Recueil d'opinions

Bertrand Allard et **Jacques de Greling**, co-Présidents de la commission Comptabilité et Analyse Financière – Jacques Mériaux

Société Française des Analystes Financiers

La communauté des analystes s'est-elle approprié les IFRS ?

Collectivement, nous en sommes encore au stade de la découverte, comme un enfant qui vient de se faire offrir son premier vélo. Il faudra du temps. Les repères ne sont pas encore pris. Il faut aussi attendre d'avoir un peu de profondeur historique. Le travail des analystes est de mettre les chiffres en perspective. Aujourd'hui cette perspective ne peut pas encore exister, faute de recul.

Avez-vous des craintes sur la comparabilité des comptes ?

Il faut d'abord reconnaître, d'ores et déjà, de grands progrès, par exemple sur le hors bilan, la titrisation, les engagements de retraites, les stock-options et enfin sur l'information sectorielle dans sa version initiale (IAS14) qui est essentielle pour les analystes. C'est un saut qualitatif. En outre, la transition a été bien préparée. Les grands émetteurs ont consacré des moyens importants et ont organisé des réunions d'explication à destination des analystes lorsque c'était nécessaire.

Cela étant, dans tous les pays les IFRS ont été adoptées avec une « couleur locale ». Cela s'explique par le poids des habitudes, mais aussi par le souci assez général de donner une image la plus proche possible de celle donnée précédemment en normes locales. De manière plus générale, les souplesses considérables laissées par IFRS 1, et les autres normes, rendaient cette situation entièrement prévisible. Et certains facteurs culturels continuent de jouer, comme les différences entre « latins » et « anglo-saxons » en matière de présentation des états financiers.

L'information est-elle devenue meilleure ?

Certaines informations utiles ont disparu, par exemple sur le chiffre d'affaires. Mais on peut espérer que la concurrence qui s'accroît entre les émetteurs sur leur communication financière les mène globalement vers une meilleure qualité de l'information. Les annexes sont également de plus en plus riches en informations, dont beaucoup sont utiles.

La richesse de cette information nouvelle n'est pas encore bien appréhendée, et les analystes n'ont pas encore vraiment apprivoisé la comptabilité en juste valeur. La distinction entre éléments récurrents et non-récurrents soulève également des questions d'interprétation. Mais de manière générale, on a bouché beaucoup de fenêtres ouvertes. La réintégration dans le bilan de nombreux éléments, notamment financiers, qui en avaient été sortis, est particulièrement positive. Mais il reste des progrès à faire pour mieux présenter l'information. La norme IAS 1 ne répond pas très bien aux soucis des utilisateurs de ce point de vue. Et sur certains aspects, comme l'activation des dépenses de recherche et développement, les émetteurs n'ont pas tous apporté la transparence nécessaire.

Quels risques se sont matérialisés, ou pourraient le faire dans un proche avenir ?

Le débat a commencé suffisamment tôt pour que le marché comprenne et intègre le facteur volatilité. La volatilité comptable créée par les IFRS n'a donc pas eu de conséquences négatives. L'important était d'éviter un effet de surprise. Ceci étant acquis, la volatilité des cours boursiers n'a pas été affectée par le changement de normes. Comme le dit le président

de l'IASB David Tweedie, s'il y a de la volatilité dans le résultat, c'est parce que l'entreprise est exposée à des risques. Ceci ne veut pas dire pour autant que, par exemple, le débat sur la comptabilité de couverture doit être considéré comme clos.

En ce qui concerne les risques de pilotage des comptes, là encore il est un peu tôt pour juger. Les analystes vont peu à peu apprendre quels sont les éléments à regarder avec le plus d'attention à cet égard. Il faudra renouveler nos outils de détection.

Les tests de dépréciation des *goodwills* sont un sujet de préoccupation. Les IFRS ont ouvert une boîte de Pandore. La base conceptuelle n'est pas meilleure que précédemment, et certaines méthodologies pourraient s'avérer inutilisables. Au-delà du risque de voir l'entreprise vouloir se présenter sous un jour excessivement favorable, cet exemple montre aussi les limites de l'approche centrée sur le bilan qui est celle de l'IASB. Les utilisateurs d'information financière continueront de regarder en priorité les flux, à tort ou à raison.

La mise en œuvre des IFRS vous paraît-elle suffisamment cohérente ?

Les attentes en la matière n'étaient pas extrêmement précises. Les divergences sont réelles, mais ce n'est pas anormal, même si certains aspects sont un peu décevants, comme par exemple les taux d'actualisation adoptés dans les tests de dépréciation.

Nous nous attendons à ce que les régulateurs fassent disparaître une partie des incohérences actuelles. Par ailleurs la concurrence va jouer entre les émetteurs et les pousser à renforcer leur crédibilité. Les industriels se concerteront pour faire émerger des pratiques communes, comme c'est le cas pour les SSII. Enfin, l'action des grands réseaux d'audit jouera un rôle unificateur. Naturellement cela ne se fera pas en un jour. Mais il n'y aura pas pour autant nécessairement besoin d'un mécanisme de coordination explicite.

Pour autant, il est difficile d'avoir des certitudes tant l'expérience est inédite. Par exemple, trois transactions réalisées dans le secteur de la téléphonie mobile ont donné lieu à trois traitements différents du *goodwill*, et trois différentes conceptions des actifs incorporels. Il y a aussi des différences marquées de traitement comptable des incorporels, qui selon les cas sont amortis ou non. Il est impossible de savoir si la pression du marché suffira à faire converger ce type de situation sur une pratique harmonisée. Par ailleurs, la norme sur les *business combinations* devra être révisée. Les incorporels sont un des sujets les plus difficiles, et qui continuera de susciter de fortes résistances.

Dans tous les cas, la convergence sera un processus extrêmement long, et qui ne sera sans doute que partiel. Il restera des différences significatives. Les autorités publiques devront assumer le caractère raisonnable des choix qu'elles valideront.

La marge de manœuvre correspondante ne doit pas être vue trop négativement. Elle est utile pour permettre à l'analyste de poser les bonnes questions. Par exemple, lorsque toutes les options comptables sont utilisées pour maximiser les capitaux propres et minimiser la dette, il y a un signal intéressant pour l'analyste. De même lorsque l'amortissement des dépenses de recherche et développement est ajusté pour conduire à un résultat d'exploitation plus avantageux.

Le choix de normes « principes-based » est-il tenable ?

Les principes sont importants, mais il y a aussi des situations concrètes à résoudre. Pour cette raison, il y aura de plus en plus de règles avec le temps. Les normes américaines étaient aussi censées être « principes-based » au départ, mais le temps a fait son œuvre. Il est important à cet égard de veiller à ce que les autorités n'optent pas pour une prolifération désordonnée des règles.

La question se pose avant tout pour l'Union européenne. Celle-ci a choisi avec les IFRS une nouvelle feuille de route ; mais va-t-elle prendre les rênes ? Ce serait un changement de trajectoire radical, avec des coûts induits. Et il n'est pas sûr que les normalisateurs comptables nationaux soient en capacité d'unir leurs forces, même s'ils ont la compétence technique nécessaire.

Le risque est que les marchés ne fassent pas preuve d'une patience illimitée. Il faudra remplir le vide. Une forme de « CNC européen » sera sans doute nécessaire. Si cela conduit à quelques écarts avec les pays non-européens qui appliquent aussi les IFRS, c'est sans doute le prix à payer.

Le choix des IFRS en 2000-02 était politique. L'Europe donnera-t-elle une réponse différente sur le suivi de la mise en œuvre des normes ? L'indépendance du normalisateur est souhaitable, mais il faut tout de même créer une relation de responsabilité vis-à-vis du politique.

Quel est le rôle des auditeurs dans le bon déroulement de la mise en œuvre des IFRS ?

Nous ne sommes pas nécessairement les mieux placés pour en juger. Les réseaux d'audit ont évidemment un rôle à jouer, mais il convient sans doute qu'ils ne soient pas seuls responsables. Il serait illusoire de surestimer leur capacité à imposer des pratiques cohérentes et de haute qualité. L'homogénéisation des pratiques ne peut se faire sans une forme, peut-être légère, de reconstruction d'une implication politique. L'Europe devra jouer un rôle, au moins de coordination.

La conjoncture joue-t-elle un rôle ?

Bien sûr. Il faudra regarder attentivement les tests de dépréciation lorsque les taux d'intérêt commenceront à remonter. On n'a pas encore assisté aux aspects les plus douloureux de la transition. N'oublions pas qu'à mesure que les pratiques se feront plus précises, elles deviendront aussi moins favorables pour certains émetteurs.

Philippe Chaumel, Directeur de la gestion des SICAV et FCP, et **Natacha Rousset Rothschild Gestion**

Comment avez-vous vécu les premières étapes de l'adoption des IFRS ?

Dans le secteur financier, le sentiment de « place » chez les analystes est plutôt mitigé. D'un côté, l'adoption des normes IFRS a permis d'harmoniser la comptabilité des actifs avec une partie importante des actifs en valeur de marché au bilan, et a contribué globalement à la convergence comptable entre les différents pays. De l'autre, elle n'a pas vraiment permis d'améliorer la comparabilité des comptes, compte tenu de la grande liberté d'interprétation laissée aux émetteurs. La transition a par ailleurs introduit une part de volatilité « IFRS » dans les comptes.

Dans l'assurance plus spécifiquement, il y a eu une certaine harmonisation des pratiques comptables, la présentation des comptes par segment d'activité s'est généralisée, mais les compagnies ont gardé par exemple leur propre présentation analytique des soldes de gestion, ne permettant donc pas de comparer véritablement les ratios combinés entre eux.

Par ailleurs, la norme IAS 39 concernant la comptabilisation des actifs financiers offre le choix d'options entre les différentes catégories (*trading, held-to-maturity, available-for-sale*). Le caractère très contraignant des critères pour la catégorie *held-to-maturity* a conduit certains acteurs à reclasser une grande partie des actifs destinés à être détenus jusqu'à maturité (obligations) en *available-for-sale*. Cela a eu pour effet d'augmenter sensiblement la volatilité des fonds propres, l'évolution de la valeur de marché des *available-for-sale* affectant directement la situation nette.

En outre, nous sommes encore dans une phase transitoire, dans laquelle seuls les actifs sont comptabilisés en juste valeur. La dissymétrie entre l'actif et le passif du bilan qui en résulte est censée être en partie corrigée par la technique du « shadow accounting », qui dans les faits est très complexe. Ainsi, en pratique, les réserves sont toujours calculées en normes locales.

La mise en place des nouvelles normes a finalement amené les assureurs à expliquer de plus en plus leur performance en s'affranchissant du cadre des IFRS, en communiquant sur leurs résultats opérationnels hors réévaluation des actifs IFRS plutôt que sur le résultat net. Les analystes se sont adaptés petit à petit à cette nouvelle forme de communication financière, même si il reste encore aujourd'hui des progrès à faire au niveau du calcul du consensus.

En revanche, il est important de noter qu'il ne semble pas y avoir d'impact direct des changements comptables dans la conception des produits d'assurances, ce qui est rassurant.

Y a-t-il tout de même des impacts positifs ?

Oui, notamment la convergence des multiples boursiers (PER, cours/fonds propres) à travers l'harmonisation du calcul du résultat net (fin des amortissements du goodwill, des dotations aux réserves d'égalisation) et des fonds propres (actifs financiers en juste valeur). On assiste désormais à une harmonisation progressive. Du reste, le processus d'apprentissage collectif n'en est qu'à son début.

La situation est-elle différente dans le secteur bancaire ?

La lisibilité n'est pas plus garantie avec ce référentiel qu'avec le précédent. Comme pour le secteur de l'assurance, la lecture des comptes est perturbée par la volatilité induite par les normes IFRS. Prenons l'exemple du traitement des provisions PEL / CEL. Sur l'année 2006,

les reprises de provisions (dues à la loi Fourgous ou à la fiscalisation des anciennes générations de PEL) sont venues gonfler de manière significative la croissance des revenus des banques de détail françaises.

Le traitement des revenus issus des activités de *trading* est une autre source de confusion, ceux-ci étant dorénavant ventilés entre plusieurs composantes du produit net bancaire. Par ailleurs, une partie des dérivés de couverture, visant à protéger la marge d'intérêt, est désormais classée en *trading*. Tout cela rend plus difficile la lecture des comptes et la compréhension du modèle économique.

Et en-dehors du secteur financier ?

Le sentiment général est moins négatif dans les autres secteurs. De manière générale il n'y a pas eu énormément de surprises. On a gagné en transparence sur la description des opérations de couverture, ce qui était attendu mais n'en est pas moins une bonne chose. Les résultats sont plus harmonisés qu'avant, en partie du fait du traitement des *goodwills*. Les données de consensus, que nous utilisons pour nous situer par rapport au marché, se fondent sur des définitions plus cohérentes que par le passé. Il y a une homogénéisation des définitions du chiffre d'affaires, de la marge brute. Tout ceci est positif.

Pour autant, nous avons anticipé une plus grande disponibilité de l'information. Certaines entreprises n'ont pas toujours fait tous les efforts de transparence pour expliciter les impacts du passage aux nouvelles normes que l'on aurait pu souhaiter. Mais les IFRS s'inscrivent dans un mouvement de longue durée en faveur de plus de transparence sur la rentabilité et le modèle économique, l'homogénéité de l'information, la réduction des possibilités d'information privilégiée : ce mouvement s'effectue depuis au moins quinze ans. L'impact des IFRS dans cette évolution longue a somme toute été modéré : leur adoption aura homogénéisé les consensus et ajouté quelques informations.

Surtout, le bilan de ces normes ne pourra pas réellement être établi tant que nous n'aurons pas vécu un retournement des marchés. C'est seulement à ce moment qu'on pourra juger les pratiques d'*impairment* des *goodwills* – ou à l'occasion d'autres changements d'environnement, par exemple si une réforme de la loi Raffarin fait baisser la valeur des fonds de commerce des groupes de distribution. Pour l'instant, les quelques dépréciations de *goodwills* qui ont été réalisées sont restées largement indolores.

La volatilité comptable créée par les IFRS a-t-elle conduit les dirigeants à se focaliser sur le court terme ?

Nous n'avons jamais pensé qu'un tel effet se produirait – et il ne s'est pas produit. La pression des marchés est bien réelle, mais le marché regarde et identifie les résultats économiques. Bien sûr, avec les IFRS il y a plus de volatilité sur les résultats comptables, mais le marché fait le tri.

Au total, il ne semble pas y avoir d'impact visible des IFRS sur la stratégie des entreprises, dès lors en tout cas que celles-ci n'ont pas de problème de fonds propres. Par ailleurs il ne faut pas oublier la problématique de dépréciation des incorporels qui existait déjà avant le passage aux IFRS.

L'enjeu de la cohérence internationale dans l'application des IFRS est-il pour vous un sujet de préoccupation ?

Dans le passé il y avait tellement de différences d'un pays à l'autre qu'il faut d'abord saluer le progrès accompli ! En Europe, la situation qui a été atteinte est assez bonne. L'homogénéisation des règles, qui était absolument nécessaire, a été considérable.

Le facteur essentiel reste la pression du marché pour des pratiques meilleures et plus cohérentes. Ceci vaut bien entendu au-delà de la seule question de l'application des IFRS. La pression des investisseurs, notamment, est très forte. Le *benchmarking* permanent a déjà beaucoup tiré les pratiques vers le haut, et continuera à le faire.

Si les régulateurs interviennent pour imposer des bonnes pratiques, il y aura moins de marges de manœuvre pour les entreprises. Dans le secteur financier le nombre élevé d'autorités de régulation et de supervision ajoute beaucoup de complexité, et il faudra beaucoup de temps pour que des règles communes véritablement cohérentes puissent émerger.

Etes-vous satisfaits de l'implication des investisseurs dans le processus de normalisation ?

Il faut reconnaître que les investisseurs restent encore trop peu consultés, et trop peu impliqués. En conséquence, les normes ne sont pas idéalement conçues pour eux. Si le but était vraiment d'obtenir une image fidèle, les normes seraient différentes de ce qu'elles sont – même si encore une fois, il faut reconnaître l'ampleur des progrès accomplis dans la communication financière des émetteurs.

Il reste des champs sur lesquels progresser, par exemple l'impact des taux de change sur les résultats. Et notamment dans le secteur financier, la vision donnée par les états financiers reste encore trop éloignée d'une vision économique.

Enfin, gardons à l'esprit que la norme n'est pas le seul élément, et doit être considérée dans l'ensemble des pratiques de marché. Par exemple, au Royaume-Uni l'information par segments (opérationnels et géographiques) est plutôt moins approfondie qu'ailleurs. Le rôle des auditeurs, et plus généralement de l'ensemble de l'environnement de marché, dans la formation des pratiques comptables, reste essentiel.

Philippe Danjou, Directeur des affaires comptables, et **Sophie Baranger**, Directrice adjointe
Autorité des Marchés Financiers

Quel est à ce jour votre bilan d'étape de la mise en œuvre des IFRS ?

Les investisseurs, dans l'ensemble, s'expriment assez peu. S'ils étaient mécontents de la transition aux IFRS ils auraient sans doute protesté. Mais il est impossible de tracer un bilan coûts-avantages précis à ce jour. Les investisseurs utilisent-ils toutes les possibilités nouvelles ouvertes par ces comptes en normes internationales ? Il n'est pas très facile d'estimer honnêtement dans quelle mesure le changement de normes a répondu à un véritable besoin.

Sur des aspects plus ponctuels, l'apport du changement de normes fait peu de doute. Par exemple sur les méthodes employées pour les tests de dépréciation, devenues plus rationnelles. Il y a aussi des gros progrès pour éviter les déconsolidations abusives, ce qui ajoute de la sécurité pour l'investisseur. Et l'information sectorielle a progressé, bien qu'il reste encore quelques « boulons à serrer » dans l'application effective.

En ce qui concerne l'application d'IAS 39, il y a du bon et du moins bon. La norme a contribué à accroître la rigueur dans la documentation et sans doute aussi dans la gestion administrative des opérations de couverture. Mais elle donne également lieu à de sérieux problèmes de compréhension en raison de la technicité élevée du texte. Pour la norme IFRS 2 également (paiement à base d'actions), il est encore trop tôt pour porter un jugement sur la validité des modèles de valorisation utilisés.

Les objectifs de comparabilité, de transparence et de pertinence sont-ils atteints ?

Beaucoup de choses ont été promises au marché, y compris sans doute quelques illusions. Certains objectifs, notamment de comparabilité directe entre les entreprises, seront plus longs à atteindre. En 2002, il n'apparaissait pas que le référentiel de première application serait incomplet, et qu'il y aurait autant d'options dans la norme IFRS 1. Cet aspect n'a pas fait l'objet de suffisamment d'attention à l'époque. En conséquence, à ce jour la comparabilité est seulement partielle. Il y a encore beaucoup d'options, comme par exemple pour la comptabilisation des immeubles de placement, la juste valeur des instruments financiers, et des zones d'ombre en matière de traitement de certains rapprochements d'entreprises

En termes de transparence, il n'y a pas de pertes d'informations comptables à proprement parler, bien au contraire. En revanche les IFRS laissent une grande marge de manœuvre pour la présentation de soldes de gestion pro forma dans le compte de résultat. De ce point de vue, les normes sont moins contraignantes que ne l'est aujourd'hui la combinaison du plan comptable général et des textes publiés par l'AMF.

Ceci illustre la dialectique qui s'établit, dans la mise en œuvre, entre le rôle des normes proprement dites et celui des régulateurs. Par exemple, la description de la politique de gestion du capital, maintenant requise par IAS 1, ne relève pas à mon avis stricto sensu de la comptabilité mais plutôt d'informations générales sur l'entreprise, qui figuraient jusqu'à maintenant au rapport de gestion. Les normes IFRS d'information financière auront-elles vocation à régir aussi le *management commentary*, les communiqués financiers ? L'intention est présente dans le changement de nom effectué en 2001, lorsque le sigle IAS (International Accounting Standards) a été remplacé par IFRS (International Financial Reporting Standards). Mais le débat sur les limites de l'information financière n'est pas encore tranché.

Pour ce qui est de la pertinence de l'information financière, le bilan est globalement positif. Mais le chantier est encore inachevé. Sur certains aspects comme le hors-bilan, les engagements de retraite, la consolidation, l'information sectorielle, le progrès est incontestable, mais sur d'autres, notamment la comparabilité dans le temps et dans l'espace du compte de résultat, il n'y a pas que du positif. La pertinence reste une notion qui dépend de l'observateur, de son comportement en tant qu'actionnaire actif ou passif. Et pour disposer d'une vision pertinente et complète de l'entreprise, il lui faut souvent aussi des éléments financiers, qui sont souvent imposés par les régulateurs boursiers en complément des normes purement comptables. Je pense en particulier à l'information *pro forma* destinée à rétablir la comparabilité pluriannuelle des états financiers, aux informations sur la structure de détention du capital, sur les rémunérations des dirigeants.

Qu'en est-il des risques que le marché associait à la transition ?

Certains avaient peur de la volatilité et d'une pression vers la gestion à court terme, mais aucun de ces risques ne s'est matérialisé en France. La volatilité des cours boursiers est liée aux décisions de la Réserve fédérale américaine et au prix du baril de pétrole, mais pas aux IFRS. Rétrospectivement ces débats apparaissent un peu comme des arguments de salon, brandis pour faire réagir des décideurs politiques peu familiers des mécanismes de marché et des principes comptables. Les IFRS n'ont pas modifié sensiblement les modes de gestion des entreprises, le « court-termisme » me semble être plutôt un mythe.

Les possibilités de manipulation des comptes ont-elles été affectées par le changement de normes ?

La seule marge de manœuvre évidente en matière de choix comptables portait sur la période de transition, avec les options ouvertes par la norme IFRS 1 sur la première application. Les émetteurs en ont tiré avantage, notamment pour renforcer leurs capitaux propres ou pour compenser par des réévaluations d'actifs la comptabilisation des passifs sociaux. Mais par définition, il s'agit d'un traitement non récurrent. Il me semble que les IFRS laissent très peu de champ au lissage des résultats, au *cookie-jar accounting* comme disait l'ancien président de la SEC Arthur Levitt. Il subsiste un peu de subjectivité dans le choix des hypothèses de dépréciation des actifs corporels et incorporels, dans les taux d'actualisation, mais dans la durée cette marge est limitée. Sur les provisions, les plus-values qui étaient extériorisées en fonction de la demande, et bien d'autres aspects, l'encadrement par les normes est sensiblement plus contraignant qu'auparavant.

Avez-vous eu des surprises dans la mise en œuvre ?

Sur certains sujets la mise en œuvre manque encore de cohérence, notamment par absence de prescriptions de traitement relatives à certaines opérations spécifiques. Les *puts* sur minoritaires, la méthode de consolidation en cas de contrôle de fait, les droits d'émission de gaz à effet de serre, la limite entre capitaux propres et dettes pour les instruments hybrides, en sont quelques exemples bien connus.

Par ailleurs, la complexité inhérente aux normes IFRS pose des problèmes de compréhension aux utilisateurs des comptes. La traduction à partir de l'anglais crée des difficultés supplémentaires, compte tenu des cultures comptables historiquement différentes d'un pays à l'autre. Et les frottements entre différentes normes rédigées à des moments différents de l'histoire de l'IASC devenu IASB ne sont pas toujours simples à gérer, par exemple entre IFRS 5 (actifs destinés à la vente et opérations interrompues) et IAS 27 (comptabilisation des participations dans les filiales). Il y a un important travail de maintenance à effectuer dans les années à venir.

Mais il faut relativiser : ce n'est pas pire qu'avant ! Le référentiel français était encore plus incomplet, même si certains aspects, comme la consolidation, étaient à première vue mieux spécifiés par les règles.

Le marché fera-t-il converger les pratiques ?

Je n'en sais rien, car la réaction du marché n'est pas évidente à appréhender. Par exemple, dans les comptes du groupe Lagardère, les *puts* sur minoritaires sont traités selon des méthodes différentes selon qu'il s'agit d'Airbus ou des activités dans les médias. Mais le marché ne proteste pas dans un tel cas, car cela est parfaitement expliqué et justifié dans les notes annexes.

Il est trop tôt pour savoir où se produiront les problèmes de mise en œuvre. En général, les règles d'application précise émergent par suite de positions prises par des régulateurs lorsqu'il y a des contentieux. Il est trop tôt pour observer des contentieux liés aux IFRS. Les régulateurs boursiers ont commencé tout récemment à prendre des positions, et celles-ci ne doivent pas être généralisées.

Il n'y a guère de doute qu'à terme les régulateurs ou les tribunaux compétents seront amenés à clarifier certaines positions. La vision de normes qui resteraient purement *principles-based* a un côté quelque peu angélique. Il y aura toujours des situations compliquées, pour lesquels le marché demande un arbitrage qui acquiert ensuite valeur de jurisprudence.

Naturellement en Europe, la multiplicité des juridictions crée une complexité additionnelle. CESR est une enceinte suffisante pour coordonner le travail de régulation, mais rien de tel n'existe pour les juridictions – du moins tant qu'on ne monte pas au niveau de la Cour de Justice Européenne. La Commission devra peut-être prendre elle-même la responsabilité de mettre en place un mécanisme de coordination plus contraignant.

Quant aux normalisateurs comptables nationaux, ils risquent d'insister plus que de raison sur le caractère spécifique des questions qu'ils examinent pour leur donner une traduction en IFRS. Là aussi il faudra une coordination intra-européenne et un contrôle qualité exigeant sur leur façon d'interpréter les IFRS. L'IFRIC a vocation à exercer ce rôle, mais ce ne lui sera pas toujours facile par manque de moyens, et aussi parce que cela entrerait en conflit avec la volonté de rester au niveau des principes généraux.

Cette multiplicité de sources d'autorité ne risque-t-elle pas de se révéler difficile à gérer ?

La mauvaise solution consisterait à centraliser à l'excès les décisions au niveau de l'IASB et de l'IFRIC. Cela serait contraire au principe de subsidiarité. Il conviendra de distinguer entre ce qui relève de la norme et ce qui est plutôt du domaine des bonnes pratiques – dont la compatibilité avec la norme devra toutefois être bien vérifiée. Pour donner un exemple, on peut imaginer une convergence des pratiques en matière d'application de la norme IFRS 2 sur les émissions d'actions à destination des salariés, encouragée par la reconnaissance de bonnes pratiques.

CESR et l'IOSCO joueront aussi un rôle, avec cette difficulté que les décisions s'y prennent par consensus. Du reste les régulateurs boursiers ne sont pas normalisateurs, et ne souhaitent pas le devenir. Il n'y a pas d'idée préconçue en la matière. Il est vrai que la Commission des Opérations de Bourse a écrit des textes comptables dans le passé, mais le contexte a changé. Le vrai métier du régulateur, c'est d'assurer la transparence, pas de compléter la normalisation.

Qu'en est-il du rôle des auditeurs ?

Le premier enjeu est d'éviter les contradictions, à la fois à l'intérieur d'un même réseau et entre différents réseaux d'audit. A l'intérieur de chaque réseau les firmes ont mis en place des mécanismes d'arbitrage au niveau international, ce qui crée naturellement des tensions avec leurs clients. En externe, l'instance d'arbitrage peut selon les cas être l'IFRIC, l'IASB, ou une autre enceinte. La « table ronde » mise en place par la Commission européenne pour coordonner les positions existe depuis mai 2006, mais n'attendons pas de miracles. Le dispositif est lourd et n'a pas de pouvoir de décision, il s'agit plutôt d'une courroie de transmission entre la Commission et l'IFRIC.

Quels sont les prochains tests à venir ?

D'abord les nouveaux projets de normalisation. L'IASB devra faire preuve de discernement dans ce qu'il propose. Le marché n'est sans doute pas prêt à aller trop loin dans certaines directions telles que le « *full goodwill* » ou la généralisation de l'évaluation à la juste valeur. Il faudra aussi savoir déterminer le point au-delà duquel trop d'information nuit à la bonne information. Il n'est sans doute pas éloigné !

Ensuite, il y a bien sûr le risque d'un retournement de conjoncture de marché. A ce jour les fondamentaux du marchés semblent plutôt sains. Que deviendront les pratiques comptables en cas de crise majeure ? Les régulateurs devront faire leur travail pour que la qualité de l'information financière ne soit pas la première victime. La pression des pairs entre régulateurs joue un rôle positif de ce point de vue, y compris de la part de la SEC qui conduit les Européens à des exigences de rigueur accrues.

Richard Deville, actuaire conseil en avantages sociaux

Comment la norme IAS 19 sur les avantages du personnel a-t-elle été appliquée ?

Certaines entreprises ont été proactives, d'autres ont plutôt été dans une position attentiste. De manière générale, plus les engagements vis-à-vis du personnel étaient significatifs, qu'il s'agisse de pensions ou d'autres avantages postérieurs à la retraite, et plus les entreprises avaient des implantations internationales plus ces dernières ont été proactives dans leur mise en œuvre d'IAS 19.

Pour les entreprises faisant l'objet d'une double cotation aux Etats-Unis, et qui étaient donc déjà habituées à la mise en œuvre des US GAAP et notamment de la norme FAS 87, l'adoption des IFRS s'est traduite par un surcroît de contraintes et de volatilité. A titre d'exemple, la norme américaine FAS 87 permet de moyenniser sur cinq ans glissants maximum la valeur des actifs investis en actions pour lisser les fluctuations des marchés financiers. De ce point de vue les IFRS laissent nettement moins de flexibilité en retenant pour les actifs cotés la valeur de marché.

Des différences restent observables entre les entreprises en ce qui concerne le choix des hypothèses actuarielles. Les taux d'inflation, d'accroissement des salaires et de rotation du personnel varient selon les pays. Des différences existent, y compris au sein d'un même groupe pour lequel les hypothèses peuvent varier d'une filiale à l'autre, en particulier si le groupe intervient dans des secteurs d'activité bien distincts. Ces différences varient en outre en fonction des cultures et traditions des entreprises. Par exemple, les groupes français avaient tendance à laisser plus de marge de manœuvre aux entités locales que les groupes américains, en matière de détermination des hypothèses actuarielles. Cela peut conduire à ce que des populations identiques dans deux pays différents, voire dans un même pays, fassent l'objet de valorisations différentes des engagements post-retraite correspondants, par exemple parce que les tables de mortalité utilisées par les entités locales ne sont pas identiques. Pour autant, le mouvement vers la comparabilité associé à l'adoption des IFRS a été très significatif.

Quel rôle jouent les auditeurs dans cette adaptation ?

Dans un contexte où la pression sur les honoraires demeure élevée, leur expertise et surtout leur disponibilité en matière de suivi des engagements sociaux différés n'ont pas toujours été suffisantes pour faire face aux besoins. Mais les auditeurs appréhendent de mieux en mieux la « mécanique » des évaluations. Cela reste cependant un domaine dans lequel des progrès restent à accomplir, tant par les auditeurs que les actuaires.

Comment appréciez-vous l'impact de la conjoncture boursière ?

Au moment du retournement des marchés en 2001, des pratiques qui s'étaient développées pendant la période d'euphorie des marchés financiers (« contribution holidays » ou arrêts temporaires des versements aux fonds de pension, hypothèses optimistes sur les rendements attendus à long terme sur les actifs en couverture, surexposition aux actions de certains fonds de pension au regard de la démographie des bénéficiaires) sont devenues des « mauvaises pratiques » qui ont accentué les effets du retournement des marchés financiers. Comble de malchance, ce retournement des marchés financiers est intervenu au moment où de nouvelles normes comptables réduisant les possibilités de lissage sont apparues (FRS 17 au Royaume Uni, IAS 19 pour citer les cas les plus manifestes).

Les entreprises d'Europe continentale étant en général plus prudentes que les entreprises anglo-saxonnes, les fonds qui couvrent leurs engagements sont dans la plupart des cas moins exposés aux fluctuations des marchés d'actions. En revanche, à l'occasion de la période 2001-2003 les grands groupes français implantés mondialement ont découvert, parfois dans la douleur, la nature et l'amplitude de leurs engagements sociaux différés. Cela a créé une volatilité des actifs en couverture, avec l'application de nouvelles normes qui réduisent les facultés de lissage et d'amortissement.

Catherine Guttman, Associée

Deloitte

Les bénéficiaires attendus de l'adoption des IFRS ont-ils été récoltés ?

A ce stade, pas vraiment. Les régulateurs n'ont pas encore donné leur avis, en tout cas pas publiquement. La SEC a regardé des comptes, les régulateurs européens membres de CESR également, ils ont certainement fait des remarques et des demandes aux émetteurs, mais on ne sait pas encore très bien ce qu'il en est.

Il y a un début prometteur de dialogue entre Européens et Américains. CESR tente de communiquer avec la SEC. Cela ne fonctionne pas encore véritablement, mais tout le monde prend des précautions. On en est encore à l'étape de l'échange d'information, pas à celle de l'arbitrage partagé.

Il ya de nombreux exemples de pratiques divergentes dans la mise en œuvre des normes. Un exemple en est la classification des contrats d'assurance entre passifs financiers et assuranciers : des contrats très similaires sont considérés comme financiers par les Nordiques, et comme assuranciers par les pays latins. Ces différences s'observent avant tout d'un pays à l'autre, avec une homogénéité plus marquée des pratiques à l'intérieur d'un même pays.

La France avait des mécanismes d'homogénéisation des pratiques à travers l'action de l'AMF et l'activité du CNC, et des produits assez similaires d'une entreprise à l'autre. En revanche, une concession espagnole est différente d'une concession française, et celle-ci n'est pas identique à une concession britannique. Les habitudes de concertation nationales demeurent. Le CNC a regardé beaucoup de sujets, avec des groupes de travail de place sur des thèmes tels que les plans d'épargne entreprise ou les concessions.

La liste des questions posées à l'IFRIC est un bon indicateur des divergences existantes : les droits d'émission de gaz à effets de serre, les activités extractives, la définition du résultat opérationnel qui est différente d'une entreprise à l'autre... En l'état actuel des choses, la comparabilité ne peut que rester limitée.

Les règles posées par les IFRS permettent-elles aux investisseurs de disposer d'une information pertinente pour eux ?

Les IFRS sont des normes hybrides. Il y a un mélange de comptabilité d'engagement et d'analyse de la valeur. Tant que la norme sur le *reporting* de la performance (*Financial Statements Presentation*) n'est pas finalisée, on continuera d'ajouter des éléments sur des bases hétérogènes. Or, plus le système est hybride, moins il est à même d'offrir une information pertinente.

A ce jour, cela se traduit par de très beaux résultats pour les entreprises financières, car les marchés sont orientés à la hausse. Les choix de classification (valeurs mobilières, option de juste valeur, engagements de retraite...) sont très difficiles à gérer. On a perdu en pertinence, parce que le format de *reporting* n'est pas adapté.

Pour être cohérent, il faudrait cesser de considérer le résultat comme l'alpha et l'oméga de la mesure de performance. Il faut suffisamment de lignes et de colonnes dans un compte d'analyse de la performance. C'est une nécessité pour pouvoir permettre tant aux investisseurs, analystes qu'au management de faire les sous-totaux qui ont un sens dans un

contexte donné, notamment sectoriel. A ce titre, l'importance et l'utilité de l'information sectorielle ont tendance à être sous-estimées.

Quelle est votre opinion du projet de nouvelle norme IFRS 8 sur les segments opérationnels ?

Je suis favorable au choix de la présentation selon la vision du management, sur lequel est construite la norme IFRS 8. En revanche il faudrait une réconciliation entre les états financiers IFRS et l'information par segments, ce qu'IFRS 8 ne demande pas. De manière générale, il faut trouver le bon équilibre entre le sens économique de l'information et la comparabilité, avec des normes ni trop ni trop peu contraignantes.

Cette réconciliation par segment me paraît en tout état de cause le minimum que devrait exiger tout conseil d'administration, tout comité d'audit, et tout analyste. Sous réserve de cette réconciliation, la présentation selon les « yeux » du management me paraît donner lieu à une information permettant au normalisateur comptable et aux analystes de juger de la pertinence respective des choix de présentation. Ce sont d'ailleurs souvent dans les endroits où il y a des choix différents que l'on trouve ce qui est important. D'où l'importance de la réconciliation avec les états financiers de l'ensemble du groupe, à ce jour malheureusement non exigée.

Plus généralement, l'application des IFRS accroît-elle l'information disponible pour les investisseurs ?

En l'état actuel, la plupart des annexes ne sont que du recopiage des catégories énumérées dans les normes. Or ce n'est pas ce qui est demandé. L'information pertinente est noyée, alors qu'elle devrait être mise en valeur. Ce n'est à mon sens pas acceptable – mais hélas, il y a bien peu d'exceptions à cette attitude.

Certes il y a quelques informations nouvelles, mais pas autant que ce qu'on aurait pu attendre. Les cas de bonnes pratiques, comme JC Decaux, sont passionnants, et bien dans l'esprit des IFRS. Mais ils sont rares. De ce point de vue la France n'est guère différente des autres pays d'Europe continentale.

En termes de volatilité, pour l'instant il n'y a pas grand-chose d'observable, et tout le monde en semble très content. A court terme il y a eu beaucoup de choix d'options comptables opportunistes, pour la première application des IFRS. Mais les effets correspondants sont non récurrents. Les conséquences se déploieront peu à peu.

La promesse de comparabilité des comptes sera-t-elle tenue ?

A terme, je pense que oui. La mise en place d'une base de données des décisions des membres de CESR, conjuguée avec les échanges entre ceux-ci et la SEC, y contribuera. CESR va certainement acquérir des pouvoirs d'arbitrage entre ses membres, ce qui sera un pas important même s'il ne s'agit pas à proprement parler d'un pouvoir d'interprétation des normes. La SEC va aussi regarder beaucoup de pratiques (ils ont 250 comptables !) ; le jour où ils donneront un avis sur la cohérence de mise en œuvre des IFRS en Europe, ce ne sera pas sans effet. Peut-être même tout ceci va-t-il évoluer très vite.

Certes, il y a aussi un autre scénario. Si la mise en œuvre ne plaît à personne, le principe même de l'adoption des IFRS risque d'être remis en cause. Un bon nombre de projets et d'amendements actuellement à l'étude à l'IASB (*business combinations phase II*, amendements d'IAS 37 sur les passifs non financiers) sont très mal acceptés à ce stade en Europe. La violence des réactions récentes sur IAS 37 est significative. De même sur l'évaluation des acquisitions à la juste valeur, et la prise en compte de l'intégralité du *goodwill* même lorsqu'il y a des minoritaires. Il ne s'agit en réalité que d'un remède technique à une anomalie de la norme antérieure, mais qui pose d'autres questions : comment valoriser

les intérêts minoritaires, comment comptabiliser les prises de participation progressives dans la détention d'une entreprise.

L'IASB a-t-il raison d'insister sur le caractère « principes-based » des IFRS ?

Oui, c'est très important. Cela signifie que tous les acteurs doivent exercer leur jugement, notamment en différenciant ce qui est certain de ce qui n'est que vraisemblable, voire hypothétique, avec des responsabilités différenciées et des statuts différenciés tant au niveau de la présentation de la performance que pour l'opinion d'audit. Dès lors que l'on introduit des notions de valeur et d'incertitude, toutes les informations comptables ne peuvent pas avoir le même degré de fiabilité. Et il faut toujours redire que l'information comptable n'a pas de caractère prédictif.

Un tel degré d'exigence, qui porte sur l'ensemble des participants, est-il réaliste ?

Il est vrai que cela présuppose un processus éducatif de grande ampleur. Ce n'est pas la convention comptable en elle-même qui est importante, mais plutôt la manière dont elle est appliquée. En France les cursus universitaires de formation des professionnels ne se sont pas encore adaptés à cette nouvelle donne, ce qui est préoccupant. De ce point de vue, le marché n'est pas mûr pour le défi, tant dans les méthodes d'analyse qu'en ce qui concerne les responsabilités.

Le rapport d'audit, par exemple n'a pas suffisamment évolué pour prendre en compte la part d'incertitude inhérente à cette nouvelle forme de comptabilité. Il y aurait beaucoup à apprendre, par exemple, de ce que font les actuaires dans leurs rapports sur l'*embedded value*.

En outre, l'évolution de la définition de la performance financière et de la signification qui lui est attribuée n'est pas terminée. Aujourd'hui, l'IASB semble être à la croisée de deux chemins. L'un conduirait à donner plus d'informations sur les flux de trésorerie futurs de l'entité, ce qui devrait conduire à plus de valorisations dont la représentation simplifiée est la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. L'autre se méfie à priori des données propres à l'entreprise et voudrait que tout soit valorisé par référence à des données hypothétiques de marché.

A mon sens, le Board aujourd'hui n'a pas réellement analysé le sujet. Dans les derniers *discussions papers* comme celui sur le « Fair Value Measurement » et celui sur l'assurance qui traitent directement de ce sujet, il fait une sorte de pirouette et évite le débat, en traitant tous les marchés, tous les contrats comme si l'environnement était totalement arbitré et efficient. Il s'ensuit à mon avis à ce stade des erreurs de raisonnement assez graves dont les conséquences peuvent être en particulier d'aboutir à une présentation de la performance financière inversement corrélée à la performance réelle de l'entité. Les modèles actuellement étudiés aboutissent à faire ressortir des pertes à l'origine si l'on est plus efficient que le marché et des gains ultérieurement, ou inversement. Cette orientation amènerait une perturbation grave du contenu de l'information financière.

Michèle Jardin, responsable du pôle STARS (stratégie, trading, analyse financière, recherche & systèmes), et **Stéphane Taillepiéd**, Directeur de la recherche Actions

Crédit Agricole Asset Management

Quels premiers enseignements tirez-vous de l'adoption des IFRS ?

Sur le plan boursier, l'adoption des nouvelles normes n'a pas eu de conséquences majeures. C'est en partie une surprise. On aurait pu s'attendre à plus de volatilité, et à de plus amples changements dans les bilans. L'impression dominante est que le marché s'est bien préparé à la transition, ce qui a permis à celle-ci de se dérouler sans trop de heurts. C'est une évolution, pas une révolution.

De fortes disparités nationales demeurent toutefois. Cela est dû selon les cas, soit à l'intervention des régulateurs, soit à des différences d'hypothèses des émetteurs, par exemple pour les calculs d'évaluation en juste valeur. En conséquence, les comparaisons restent difficiles à opérer y compris à l'intérieur d'un même secteur d'activité.

Pour parachever le projet d'harmonisation, il faudra donc une « troisième étape », faisant suite à la préparation de la transition et à la première application des nouvelles normes. Cette nouvelle étape future serait celle de l'émergence de standards sur les hypothèses à retenir, comme les taux d'actualisation ou les hypothèses de volatilité. On peut s'attendre à cet égard à ce que le marché joue son rôle d'harmonisation.

Un aspect plutôt négatif est la forte augmentation de la complexité de l'information liée à l'application des IFRS. Les rapports annuels se sont sensiblement alourdis, et il n'y a guère de simplifications futures en vue.

L'unification des normes a-t-elle conduit à la comparabilité des états financiers ?

Il est trop tôt pour en juger, il faudra pour cela attendre au moins les comptes 2007. Par exemple, sur les engagements sociaux et de retraite, la première application ne permet pas à elle seule de se former une opinion.

Sur les comptes de résultat, force est de reconnaître que le changement de normes ne s'est pas accompagné d'énormes changements. Presque toutes les grandes variations ont été logées en-dessous du résultat courant. Or le marché prend comme référence le résultat courant, donc ces variations ont dans l'ensemble eu peu d'impact.

Sur les bilans, il y a eu des changements plus substantiels ; les passifs se sont alourdis, mais les investisseurs avaient été bien préparés à ce changement.

Dans l'ensemble le marché est resté impassible, pour l'instant. Il n'est pas certain que cette impassibilité doive être considérée comme permanente. Si l'environnement macroéconomique devient moins favorable, ou si le marché devient baissier, ou si l'aversion au risque augmente, il pourrait y avoir une réaction plus vive. N'oublions pas que nous n'avons pas connu de phase baissière depuis 2003.

L'information disponible est-elle plus complète avec les nouvelles normes ?

Les hypothèses sur le calcul des passifs sociaux, telles que les taux d'actualisation, sont désormais mieux renseignées ; on observe d'ailleurs des écarts significatifs, pouvant aller jusqu'à 2% ou 3% y compris au sein d'un même secteur. Mais ces données sont noyées dans la masse d'information. Cela avantage les investisseurs professionnels ; les petits

investisseurs, en revanche, y perdent sans doute, en comparaison de la communication plus directe qui avait cours auparavant.

En termes de pertinence, les éléments de *cash* apparaissent beaucoup plus explicitement qu'auparavant, ce qui représente un net progrès. La gestion du bilan est plus transparente, ce qui répond à la demande du marché.

Tout ceci accompagne l'évolution du marché vers des calculs de valeur actualisée, de préférence à des mesures de valeur moins élaborées à l'aide de multiples tels que le PER. De plus en plus, le marché adopte des raisonnements fins par ligne de métier, avec en conséquence une allocation adaptée des fonds propres ou des coûts de structure. Cette tendance crée aussi des opportunités nouvelles de pratiques discutables, car si deux unités opérationnelles d'un même groupe sont valorisées différemment, les prix de transfert ont un impact sur l'évaluation d'ensemble. Même avec les IFRS, les données disponibles sont insuffisantes pour bien analyser ces éléments de transfert. Il y a là un risque sur lequel il convient d'être attentif.

Quels risques se sont matérialisés lors de la transition ?

L'introduction de la juste valeur n'a pas révolutionné l'analyse financière. Le changement a été plutôt bien perçu mais n'a pas donné lieu à de grands débats.

Le court-termisme est une tendance de fond, illustrée par la montée en puissance des *hedge funds*, et plus généralement le raccourcissement des horizons de marché. Ce n'est en aucune manière spécifiquement lié aux IFRS. Une approche d'analyse fondamentale reste payante à long terme, de trois à cinq ans, mais de moins en moins sur une base trimestrielle. Quant à la volatilité comptable induite par mes normes internationales, elle a été bien expliquée par les émetteurs, et bien comprise par le marché.

Les conséquences des options comptables choisies lors de la transition aux IFRS sont-elles toutes « dans le marché » ?

Les émetteurs souhaitent que la vision économique et la vision comptable soient de plus en plus convergentes. L'effet ne peut être que positif, car cela limite les risques implicites et les comportements spéculatifs.

L'enjeu le plus lourd demeure le traitement des retraites. Le marché a bien compris les écarts créés par l'application des IFRS, et connaît maintenant mieux les hypothèses adoptées. Au total, les risques sont exprimés de manière plus explicite qu'auparavant. Alcatel Lucent est un bon exemple à ce titre.

Etes-vous satisfaits de la cohérence dans la mise en œuvre des normes ?

Prenez le cas de l'Espagne. Certaines opérations ont été favorisées par les pouvoirs publics : la déductibilité fiscale du *goodwill*, les préretraites passées au bilan en sont des exemples. Ce type de pratiques se poursuivra. Certes, le normalisateur international n'y est pour rien. Mais les dirigeants politiques nationaux continueront de prendre des initiatives, généralement pour favoriser ou protéger leurs « champions », et ce sont plutôt eux qui ont l'avantage ! Dans l'immobilier, la juste valeur a un effet procyclique, qui se traduit dans les offres d'achat réalisées en actions : dans une certaine mesure, les normes ont permis l'émergence de nouveaux phénomènes boursiers. Il sera intéressant d'observer l'évolution future de ce marché.

Un autre exemple concerne les banques françaises. Leur gestion actif-passif les désensibilise vis-à-vis de fortes variations de taux. IAS 39, telle qu'adoptée dans l'Union européenne, ne les a pas conduites à modifier leurs comptes. De ce point de vue, l'action collective du secteur

a été payante. Par contraste, le secteur bancaire britannique, dont la gestion actif-passif est à horizon de deux à trois ans plutôt que de quatre à cinq ans comme en France, a accusé le coup de manière plus marquée.

Les autorités publiques nationales conserveront toujours une influence, et le secteur bancaire illustre à quel point les modèles économiques peuvent rester différents d'un pays à l'autre. La gestion actif-passif est plus élaborée en France qu'ailleurs, parce que les bilans portent des engagements longs tels que les crédits immobiliers à 25 ans à taux fixe. Cet exemple montre également le rôle des facteurs culturels : les clients français souhaitent des prêts à taux fixes. Les comportements resteront donc longtemps hétérogènes.

Ces disparités peuvent-elles se corriger spontanément ?

Oui. Le marché imposera des standards là où il reste des options. Cela prendra des années, peut-être trois à cinq ans. Mais l'issue ne fait guère de doute.

Le caractère *principles-based* des normes IFRS ne pose pas de problème en soi, car le marché imposera la comparabilité. Les émetteurs qui ne tiendront pas compte des standards de marché seront sanctionnés.

Comment évolue le rôle des firmes d'audit ?

Leur rôle est amplifié par l'adoption des IFRS. Il faut leur laisser le temps de la courbe d'apprentissage. Le fonctionnement sera sans doute meilleur d'ici quelques années. Dans l'immédiat, on observe encore un certain déficit de formation.

Dans l'intervalle, il y aura des disparités. Cela donne naturellement un avantage aux plus grosses firmes d'audit, qui peuvent certifier les états financiers de manière plus sûre, et en résistant mieux à la pression exercée le cas échéant par leur client. Le système est en tension : en même temps que les IFRS alourdissent les comptes, le marché impose des délais de publication de plus en plus courts. Là où il y a dix ans on était prêt à attendre soixante jours, les entreprises publient désormais à J+15. C'est un facteur de risque pour les structures les plus petites.

Quel regard portez-vous sur les prochaines étapes du débat de normalisation ?

Il est surprenant de constater le relativement faible volume de fusions et acquisitions transatlantiques, au moins dans certains secteurs comme la banque. Les émetteurs européens se préparent à la mondialisation de leurs marchés, en tentant d'atteindre une taille critique. Il y a un lien entre les IFRS et la vitalité des fusions et acquisitions en Europe, qui s'inscrivent dans ce même processus collectif de préparation. En vue des prochaines étapes, il est souhaitable que les Etats-Unis aussi acceptent de reconnaître les IFRS.

Quand à l'orientation des marchés vers le court terme, il s'agit d'une tendance lourde qui est là pour durer. Ce n'est pas très sain, et un *reporting* semestriel plutôt que trimestriel est souhaitable afin de rallonger l'horizon temporel des décideurs. Mais les normes comptables ne sont pas centrales dans ce débat.

Denis Kessler, Président-Directeur Général

SCOR

A la tête de la Fédération française des sociétés d'assurance pendant une dizaine d'année, entre 1990 et 2002, vous avez été au premier rang des débats sur l'adoption des normes IFRS. Quel bilan en faites-vous aujourd'hui ?

L'atmosphère de guerre de religion qui a existé dans le passé a presque entièrement disparu. Les « anti-IFRS » qui s'étaient fortement mobilisés sont devenu réalistes, ou défaitistes ; en tout cas, ils sont moins motivés à mener une bataille d'arrière-garde. On est passés de l'autre côté du col. Cela ne signifie pas pour autant que les acteurs économiques soient devenus enthousiastes.

Pour ma part, il ne m'a jamais semblé que l'adoption des IFRS représente un tournant idéologique irréversible. Il s'agit plutôt de trouver des solutions concrètes à des problèmes concrets ! Le problème de fond est de se rapprocher d'une mesure économique, plutôt que strictement comptable, de la performance de l'entreprise. Les IFRS y contribuent par certains aspects.

Les comptes des sociétés cotées sont-ils devenus comparables en Europe ?

Sur ce point, nous sommes déçus. J'avais défendu les normes IFRS pour la lecture comparative, la promesse qui était la leur de mettre face à face les états financiers d'Axa et d'Allianz. On n'en est pas là. L'objectif de comparabilité reste pleinement valable, mais est loin d'être atteint.

Prenez l'exemple du secteur financier. Certaines banques britanniques valorisent leur marque dans leur bilan à hauteur de plusieurs milliards d'euros, d'autres acteurs européens ne sont pas du tout dans les mêmes ordres de grandeur.

Ces écarts sont également liés aux circonstances de la mise en place des IFRS, qui ont été passablement chaotiques. Il y a eu beaucoup d'essais et d'erreurs, d'apprentissage sur le tas, de longs délais d'attente pour des éléments de doctrine qu'il a ensuite fallu appliquer dans l'urgence.

Je suis par ailleurs préoccupé par la multiplication des systèmes de normes auxquels doivent se soumettre les émetteurs : il faut préparer des états financiers différents pour les actionnaires, les régulateurs, les agences de notation, les services fiscaux. L'Autorité de contrôle des assureurs a son propre référentiel comptable. Je suis partisan d'un alignement de ce système sur les IFRS. Nous courons le même risque avec les discussions en cours sur le référentiel Solvabilité 2 pour les assureurs, qui risque d'être assez différent des IFRS. Ce n'est pas bon.

Les états financiers – notamment ceux des entreprises d'assurances – sont-ils plus intelligibles après le passage aux IFRS ?

La situation reste insatisfaisante, avec la persistance du « mismatch » entre les passifs assurantiels et les actifs financiers comptabilisés selon IAS 39. La compréhension des bilans en est rendue passablement difficile.

Quand SCOR est passé en normes IFRS, des contrats de réassurance ont été déclassifiés, avec pour conséquence que seule la marge correspondante est désormais comptabilisée. L'effet a naturellement été une diminution du chiffre d'affaires, de l'ordre de 300 millions d'euros. On

a beau expliquer, les analystes ne comprennent pas ce type de changements. Les séries de données historiques sont rompues, et une partie du marché ne sait pas effectuer les retraitements correspondants.

Par ailleurs, l'appel au jugement – forcément un peu subjectif – est très fréquent en IFRS, par exemple en assurance lorsque les normes exigent que l'élément de risque soit « suffisant ». Cela donne lieu à de fort longues discussions avec les auditeurs, mais aussi à l'observation de différences de doctrine parfois assez marquées entre les grands réseaux d'audit. Les « Big Four » n'ont pas, ou pas encore, la même lecture des normes IFRS.

Ne sous-estimons pas pour autant les éléments positifs. Les passifs sociaux par exemple sont désormais beaucoup mieux comptabilisés pour toutes les entreprises. Et certains changements sont moins radicaux que ce qui avait été parfois annoncé en 2003-04. Il y a moins d'éléments en juste valeur dans les bilans que ce que certains observateurs attendaient. Dans beaucoup d'entreprises, les modifications induites par le passage aux IFRS demeurent relativement marginales.

Les passifs d'assurances peuvent-ils être comptabilisés en juste valeur ?

Ce sera en tout cas très difficile. Les risques assurantiels en non-vie, et notamment les risques extrêmes, sont difficiles à quantifier. Quand on est réassureur on ne peut pas nécessairement raisonner en termes d'espérances mathématiques, car nos risques sont des « queues de distribution », ils n'obéissent pas à des lois gaussiennes. Dans le cas du World Trade Center, une exposition qui s'est montée à 710 millions de dollars correspondait à une prime annuelle de 500 000 dollars.

Quand le risque est homogène, l'évaluation économique est praticable. Mais le monde de la réassurance n'est pas gaussien, il est rempli de pics de Dirac. Certains risques ne peuvent pas être mis en réserve, mais seulement portés en négatif au résultat lorsque les pertes se matérialisent.

Comment les pratiques éventuelles de lissage des comptes sont-elles affectées par les nouvelles normes ?

Les IFRS rendent le lissage des comptes plus difficile, c'est incontestable. Est-ce une bonne chose ? Dans la réassurance, les cycles durent huit ans. La gestion de ces cycles longs fait partie du métier de réassureur. Est-il bon que les IFRS ne permettent pas de leur donner une traduction comptable, alors que leur récurrence est une donnée de base de la profession ? Oui en principe, si le marché est capable d'en tenir compte avec exactitude, mais pour ma part je reste réservé. En toute rigueur, on devrait comparer les bilans des réassureurs à ceux de la même période du cycle précédent, donc à intervalle de huit ans plutôt qu'en rythme annuel ou trimestriel.

N'oublions pas qu'en moyenne, les neuf-dixièmes du passif d'un réassureur sont des éléments calculés, qui ne résultent pas directement de transactions observables. Beaucoup d'engagements sont « *incurred but not reported* », le réassureur n'en est informé que bien après la survenance du problème. L'idée d'une valeur de marché calculée chaque trimestre tient mal compte de cette réalité. Les analystes ne font pas toujours bien la différence avec des métiers d'assurance qui n'ont pas les mêmes caractéristiques. L'IASB non plus, qui a tendance à avoir une confiance excessive dans la capacité de discernement du marché. Il faudrait une séparation plus nette au bilan entre passifs documentés et passifs estimés.

Dans l'assurance, les passifs estimés sont plus importants que dans n'importe quel autre secteur, y compris les banques pour lesquelles les provisions pour risque ne représentent au maximum que quelques pourcents du bilan. Le seul élément véritablement « non gaussien »

dans le métier d'une banque est le risque de système, notamment le risque pays – or ces risques ne figurent pas dans le bilan.

Les difficultés sont moins aiguës sur les actifs. La complexité sur la comptabilisation des dérivés a été plutôt bien absorbée. Il reste néanmoins un aléa important sur l'immobilier, pour lequel la valeur d'expertise ne peut pas être considérée comme une référence toujours utile. Un de nos immeubles s'est vendu plus de 40% plus cher que sa valeur comptable, deux semaines après la réalisation de l'expertise.

Quel jugement portez-vous aujourd'hui sur la gouvernance de l'IASB ?

Le schéma de gouvernance de l'IASB reste un peu surprenant. La normalisation est une fonction régaliennne, vis-à-vis de laquelle la puissance publique doit prendre sa responsabilité. La divergence entre comptes fiscaux, réglementaires et financiers (publics) est préoccupante et appelle une action corrective, qui ne peut venir que de l'Etat.

Dans le règlement communautaire d'adoption des IFRS en 2002, on a fait le choix du tout ou rien : l'Europe adopte une norme ou la rejette, sans pouvoir la changer. Ceci n'est pas bon. Le système actuel est profitable pour les auditeurs, mais pas pour d'autres parties prenantes. La gouvernance de l'IASB ne permet pas de traiter de manière convaincante le risque de capture de la normalisation par la profession comptable. A l'heure actuelle, ce conflit-là n'est pas résolu. Enfin, l'absence de convergence avec les US GAAP, en dépit des progrès récents, demeure une faiblesse essentielle du dispositif.

Yann Le Pallec, responsable Assurance Europe

Standard & Poor's

Quel est l'impact de l'adoption des IFRS dans le secteur de l'assurance ?

Gardons à l'esprit que la norme IFRS 4 sur les contrats d'assurance est transitoire, et destinée à disparaître à terme. Les discussions sur les passifs d'assurance ont commencé assez tard, vers 2001-02, et ont été très nourries. L'idée même de faire rentrer l'assurance dans le cadre conceptuel de l'IASB est très ambitieuse. Fin 2003, le normalisateur s'est retrouvé sur un compromis visant à atténuer l'impact du passage à la juste valeur sur le bilan et le compte de résultat.

A présent, le débat recommence à zéro pour la préparation de la norme définitive sur les passifs assuranciers. Il n'aboutira sans doute pas avant le début de la prochaine décennie. L'objectif reste la vision la plus proche de l'économique. Mais cela ne sera pas simple, pour deux raisons principales.

Le premier problème est que les passifs d'assurances sont intrinsèquement difficiles à estimer en juste valeur compte tenu en particulier de leur caractère à long (voire très long) terme. Aucun autre secteur d'activité n'est soumis à une problématique comparable. La juste valeur est en principe une valeur d'échange. En assurance, les transactions existent, mais principalement de gré à gré entre assureurs et réassureurs, dans des situations assez spécifiques et leur nombre s'avère en tout état de cause limité.

Le second problème est qu'en assurance les engagements et les placements qui les représentent font l'objet d'une gestion mutualisée. Or, la philosophie des IFRS est de n'autoriser l'évaluation symétrique des actifs et des passifs qu'à des conditions d'adossement très strictes qui ne sont formellement remplies que par les contrats en unité de compte. Les fortes réticences de l'IASB à reconnaître ce lien si particulier entre passifs et actifs d'assurance constitue par conséquent un obstacle important à l'élaboration d'une norme satisfaisant le principe de l'image fidèle.

L'application des nouvelles normes a-t-elle eu des effets bénéfiques ?

Tout d'abord, en France les mutuelles d'assurances n'ont en général pas encore appliqué les IFRS. Cela restreint provisoirement le champ d'observation sur lequel un jugement peut être exprimé.

En termes de transparence, le volume d'informations fournies en annexe a accompli un grand bond en avant, même si les informations fournies par les différents groupes restent hétérogènes et mériteraient plus d'homogénéisation en terme notamment d'indicateurs de leur exposition aux différents risques. Les assureurs cotés français (AXA, AGF, CNP, Euler-Hermès, April) avaient déjà accompli des efforts importants sur ce plan, notamment lors de la période difficile qui s'était ouverte pour eux après le 11 septembre 2001. Sous la pression du marché, et malgré le flou des normes françaises de l'époque en matière de comptes consolidés dans l'assurance, ils avaient fourni des informations importantes, en particulier sur leur *embedded value* pour ceux d'entre eux ayant une exposition significative à l'activité vie.

Les assureurs mutualistes travaillent également à la transition, mais sans communication publique, hormis Groupama qui s'inscrit dans une perspective de cotation en bourse à terme. De leur côté, La Mondiale Vie et la MACIF émettent des titres de dette négociables et

appliqueront donc les IFRS pour les comptes clos au 31 décembre 2007. Les autres n'ont encore aucune perspective formelle d'adoption des normes comptables internationales.

En termes de comparabilité, il y a peu de progrès par rapport à ce qui existait auparavant. En France, l'application de la directive européenne sur la comptabilité dans l'assurance avait apporté un changement significatif au milieu des années 1990, bien que limité au compte de résultat, en l'occurrence en introduisant le principe de présentation des charges par destination. Force est de constater que l'alignement du marché sur une pratique standard a pris quelques années, et que la convergence n'est intervenue qu'après une période de forte disparité dans l'application de la nouvelle norme. D'aucuns pourraient légitimement prétendre d'ailleurs que des différences subsistent encore aujourd'hui, même si celles-ci s'avèrent finalement marginales. Il paraît donc vain aujourd'hui de croire que les comptes produits depuis la mi-2005 présentent un quelconque progrès en termes de comparabilité. Il faut laisser le temps au temps afin que les pratiques convergent.

Si le volume des informations délivrées s'est effectivement accru, ce que l'on peut *a priori* considérer comme un progrès, là encore l'objectif de comparabilité n'est pas forcément atteint. Par exemple, le travail de recensement et de comparaison des hypothèses actuarielles utilisées pour le calcul de l'*embedded value* s'apparente à un véritable inventaire à la Prévert ! Le *CFO Forum*, qui rassemble les vingt premiers assureurs européens, promeut le concept d'*European Embedded Value* depuis le début 2004, et celui de *market-consistent embedded value* est en train de se généraliser. Même si ces travaux poursuivent l'objectif louable de pousser le marché à mettre en œuvre des méthodes plus standardisées, tout exercice de comparaison demeure aujourd'hui ardu, voire sans objet, compte tenu de la disparité des hypothèses retenues.

Pour ce qui est de la pertinence de l'information, il appartient aux investisseurs de dire ce dont ils ont besoin. C'est la condition sine qua non à un alignement progressif sur les meilleures pratiques. Aujourd'hui il y a probablement trop d'information, ce qui nuit finalement à la transparence, mais il s'agit d'une étape inévitable.

Quels sont les risques liés à l'adoption des IFRS ?

En ce qui concerne la Phase 1, pratiquement aucun. Certains assureurs avaient prédit des effets désastreux de la volatilité qu'engendreraient les normes, ainsi qu'une modification des conditions contractuelles des nouveaux produits. Il n'y avait vraiment pas de quoi crier au loup, le mécanisme amortisseur du *shadow accounting* ayant joué et absorbé une grande partie de la volatilité.

Sur les allocations d'actifs, il n'y a pas aujourd'hui d'impact observable du changement de normes, y compris de raccourcissement de l'horizon de placement. Si raccourcissement il y a chez certains acteurs, celui-ci est d'ordre véritablement tactique par rapport aux anticipations sur la courbe des taux. En revanche il y aura un risque au moment de la Phase 2, c'est-à-dire de la refonte définitive de la norme sur les passifs d'assurances.

Sur le plan du recours aux artifices comptables, les IFRS se traduisent par une légère amélioration. IFRS 4 a supprimé les provisions d'égalisation. L'extension de l'approche « *substance over form* » atténuée par ailleurs le risque que les contrats de réassurance financière soient utilisés à des fins de cosmétique comptable – pourvu que le client soit lui-même soumis aux normes IFRS, ce qui loin d'être toujours le cas. Tout au plus observera-t-on que chez certains fournisseurs, comme Hanover Re, le volume de ces contrats s'en est trouvé sensiblement réduit. Ceci ne concerne naturellement qu'une partie de l'activité de réassurance financière.

L'application des normes est-elle suffisamment cohérente d'un pays à l'autre ?

Dans l'assurance, les différences s'observent d'une entreprise à l'autre, mais pas prioritairement d'un pays à l'autre, compte tenu de l'extrême hétérogénéité des produits, en particulier en vie. IFRS 4 conservant les provisions techniques en normes locales, la problématique nationale demeure naturellement très forte – mais il s'agit d'un choix du normalisateur. A titre d'exemple, on peut noter les hétérogénéités observées dans l'application du *shadow accounting* et du traitement des *Discretionary Participation Features* (DPF), à la fois entre pays (Royaume-Uni par rapport à France et Allemagne) et entre type d'intervenants (groupes traditionnels par rapport à bancassureurs).

Les conglomérats financiers, qui mêlent activités d'assurances et d'autres services financiers, représentent un enjeu spécifique qui sera particulièrement accentué dans le cadre de Phase 2. Créer une cohérence entre cette nouvelle norme et IAS 39 sera un défi majeur pour l'IASB.

Quel jugement portez-vous sur le fonctionnement du processus de normalisation ?

Les créanciers et, par conséquent, les agences de notation devraient être plus impliqués. Aujourd'hui la perspective de l'actionnaire est dominante dans la pensée de l'IASB. Le problème vient des deux côtés. L'IASB n'est pas très ouverte aux points de vue autres. Mais il faut reconnaître également que les créanciers, et notamment les investisseurs obligataires, n'ont pas consacré suffisamment de temps et de moyens aux questions de normalisation comptable. Standard & Poor's a fait le choix de participer au débat, et contribue à ce titre à l'*Insurance Working Group* de l'IASB.

Les états financiers sont utilisés par de multiples parties prenantes, et la dualité entre actionnaires et créanciers est loin d'épuiser toute la diversité correspondante. Certains assureurs n'émettent pas de titres, mais se soumettent néanmoins au processus de notation pour des raisons commerciales. Ceci concerne par exemple les réassureurs, les grands risques, les collectives vie. Ceci signifie que les parties prenantes que nous représentons en réalité au premier chef, chaque fois que nous attribuons une note de solidité financière à un assureur, sont ses assurés - bien avant ses autres créanciers, y compris obligataires, lorsque ceux-ci existent.

La convergence des normes internationales et américaines soulève-t-elle des questions spécifiques dans le secteur des assurances ?

Sans aucun doute. L'indication récente de la SEC qu'elle était prête à reconnaître les IFRS laisse présager un choc des cultures comptables sur de nombreux sujets. En tout premier lieu, on peut citer l'actualisation de provisions pour sinistres à payer en assurance dommages. Et cela sans parler de l'assurance vie, les Américains étant hermétiques à la notion d'*embedded value* et farouchement opposés à la reconnaissance des marges futures dans leur totalité. Ce qui nous promet effectivement des débats animés.

Comment les auditeurs jouent-ils leur rôle dans l'adoption des IFRS ?

Les agences de notation sont des utilisateurs de second niveau, très dépendants des auditeurs. Le rôle de ces derniers est vital pour le fonctionnement de l'ensemble du système. Ils doivent notamment s'assurer que les options comptables retenues par différentes entreprises ne divergent pas trop. Les entreprises ne peuvent pas faire elles-mêmes tout le travail de veille comptable rendu nécessaire par la transition aux IFRS.

Xavier Paper, associé fondateur

Paper Audit & Conseil

Quel jugement général portez-vous sur les débuts d'application des IFRS ?

Nous n'avons pas encore beaucoup de retour d'expérience. La première application marque le début d'un très long processus. L'effort réalisé par les émetteurs cotés, quelle que soit leur taille, a été considérable. Les auditeurs ont bien joué leur rôle de sensibilisation, et (pour une fois) ont été des moteurs du changement. Ils ont dû sortir de leur réserve habituelle, et n'ont pas hésité à le faire.

Plus généralement, pour la première fois l'information financière est devenue un thème largement débattu sur la place publique. Le dialogue a été renoué entre comptables et non-comptables. Cela a été très visible dans les conseils d'administration et les comités d'audit, avec beaucoup de séances dédiées à la transition. C'est un aspect très positif.

Quels bénéfices ont été récoltés à l'occasion de cette transition ?

L'objectif de comparabilité, d'homogénéisation des pratiques n'est pas encore atteint. L'information financière va s'homogénéiser progressivement, par comparaisons mutuelles, au sein de chaque secteur bien sûr mais aussi d'un secteur à l'autre. Mais la comparabilité restera difficile à atteindre, car les IFRS laissent trop de marge à l'interprétation de chacun. Les normes internationales sont difficiles à lire, elles manquent d'illustration et de détail. Par comparaison, les normes américaines sont très sectorisées – mais elles sont compréhensibles. Leur contenu est long et fouillé, mais clair.

En matière de transparence, il y a des aspects très positifs. L'information est globalement plus riche et détaillée, notamment sur le suivi des instruments financiers et de couverture et sur le hors bilan, même si ce dernier aspect aurait également évolué sans l'adoption des IFRS. Les données sur les tests de dépréciation et de sensibilité sont un apport très utile, qui pourrait être généralisé à d'autres aspects de l'information financière. Il aurait été utile d'en disposer pour des cas comme Vivendi Universal et France Telecom en 2001-02.

Cela dit, ces compléments d'information ne sont exploitables que par des spécialistes. Pour le non-initié en revanche, l'application des IFRS ne facilite pas la lecture de l'information, certains utilisateurs se retrouvent noyés. Mais il faut en prendre son parti, car l'information financière s'adresse en fait de plus en plus exclusivement à des spécialistes.

Pour ce qui est de la pertinence, enfin, certains choix pourraient faire débat du point de vue de l'investisseur. C'est le cas de la norme IFRS 2 et de son application aux stock-options. Je reste dubitatif sur le principe d'enregistrement en charge d'une opération qui ne donne lieu à aucune sortie de *cash*, immédiate ou différée.

Autre exemple, le traitement des obligations convertibles n'est pas vraiment contesté par les investisseurs mais l'est beaucoup par les dirigeants. La notion de charges financières implicites est difficile à comprendre. Et il est vrai que c'est très complexe. A force de se détacher à la fois des conditions contractuelles et des mouvements de trésorerie, la règle comptable risque d'introduire des éléments de doute. Dans le débat « *substance over form* », on oublie trop souvent que la vision juridique a l'avantage de la simplicité.

Quels risques voyez-vous apparaître ?

Je ne me sens pas à même de mesurer les effets éventuels de la volatilité comptable. Il y a certainement une spécificité des secteurs de services financiers. Pour les autres, l'impact de la norme IAS 39 sur les instruments financiers est assez limité.

Les IFRS n'ont pas conduit au court-termisme, c'est plutôt le contraire qui se produit. Par exemple avec les tests de dépréciation du *goodwill*, elles forcent les dirigeants à se projeter dans l'avenir, typiquement à horizon de cinq ans. Le débat sur les comptes trimestriels n'a strictement rien à voir avec les normes comptables. L'investisseur a besoin avant tout de connaître les événements nouveaux et importants, dont il convient d'informer le marché en temps réel.

En termes de risques sur la fiabilité de l'information, il faut reconnaître que le référentiel IFRS est très conceptuel, globalisant, non-sectorisé, et laisse une très vaste marge à l'interprétation. Cette part laissée à l'interprétation est peut-être trop importante. Par exemple pour apprécier le contrôle des actifs, la référence aux « risques et avantages » est insuffisamment précise. Les IFRS ont accru la possibilité pour les émetteurs de choisir des options différentes d'une entreprise à l'autre. Les initiatives prises par les « Big Four » ne suffisent sans doute pas à homogénéiser les pratiques.

Cette remarque sur les options comptables ne porte pas sur le lissage des comptes, à la Xerox. Ceux qui veulent lisser leurs comptes n'ont pas besoin des IFRS, qui me semblent avoir peu d'impact de ce point de vue.

L'information financière devient-elle plus cohérente d'une entreprise à l'autre ?

Les IFRS ont accentué le manque de cohérence, à l'intérieur de chaque pays et au niveau international. Les autorités essaient de se coordonner au sein du comité des régulateurs financiers européens (CESR), mais leurs décisions resteront lettre morte tant qu'elles ne seront pas rendues publiques.

L'information sectorielle est un bon exemple. Chaque émetteur applique la norme IAS 14 à sa façon. Les entreprises de bases de données financières ne savent pas retraiter les informations correspondantes pour permettre des comparaisons. Je suis par ailleurs sceptique sur la capacité du projet XBRL (eXtended Business Reporting Language) à apporter de la comparabilité. Les plans comptables de chaque entreprise sont trop hétérogènes.

En France, la recommandation formulée par le Conseil national de la Comptabilité en 2004 sur la présentation du compte de résultat n'est pas appliquée uniformément. C'est dommage, car l'espace de comparaison reste national pour la plupart des émetteurs, hormis les très grandes entreprises.

Cette absence de convergence, de cohérence, d'homogénéité n'est pas surprenante. Elle était tout à fait prévisible. La pratique va supprimer progressivement un grand nombre des incohérences actuelles, et permettra aussi de réorienter les normes qui s'avéreront inadaptées. Mais cela prendra beaucoup de temps.

Comment jugez-vous le processus de convergence avec les normes américaines US GAAP ?

La convergence entre IFRS et US GAAP aura nécessairement des effets, mais il est trop tôt pour dire lesquels. Pour ma part je souhaite très vivement des normes plus spécifiques, moins générales. La sectorisation des normes comptables, qui existe aux États-Unis, est souhaitable dans bien des cas. On l'a bien vu avec l'exemple des réserves pétrolières, dans lequel interfèrent des aspects à la fois comptables et extra-comptables. Aujourd'hui les US GAAP sont toujours la norme par défaut dès lors que des considérations sectorielles sont présentes.

Il y a quelques contre-exemples pour lesquels l'IASB a pris position sur des questions sectorielles, comme le texte IFRIC sur le capital des coopératives. Mais même ce texte n'est pas suffisamment adapté aux spécificités respectives des coopératives agricoles et des coopératives bancaires ou d'assurances. La sectorisation sera indispensable, elle fait cruellement défaut aujourd'hui. Pour les entreprises de concessions par exemple, l'incertitude actuelle est très dommageable. Les décisions des régulateurs pourraient combler une partie du vide, mais ils doivent affecter des moyens significatifs à la création d'une base de données publique et utilisable.

Quel est le rôle des firmes d'audit ?

Leur rôle est de veiller à la bonne application des normes. Souvent les grands réseaux imposent un point de vue, généralement concerté entre les « Big Four », et les entreprises n'ont aucun espace de discussion. Les régulateurs se sont laissés dépasser et s'en remettent souvent aux réseaux d'audit. Quant au normalisateur, il n'est jamais directement présent, et ne sait pas faire le lien entre l'amont et l'aval, la préparation des normes et leur application. Il manque pour cela un outil opérationnel de recensement des pratiques. C'est un vrai problème, avec le risque d'opposer en permanence les normes à la pratique, ce qui n'est pas souhaitable.

Les auditeurs eux-mêmes sont souvent mal outillés et mal organisés. Les comités techniques mis en place au sein de chaque réseau sont loin du terrain, l'associé qui signe les comptes fait écran entre eux et le client, ce qui est préjudiciable au dialogue. Les comités techniques devraient être autorisés à communiquer directement avec les entreprises.

Quel aura été l'impact des conditions de marché au moment de la première application ?

Il y aura à l'avenir des questions sur la valeur des actifs et des *goodwills*. Les tests de dépréciation seront cruels. Les chefs d'entreprise commencent à anticiper cet aspect dans leurs processus d'acquisitions. La norme IAS 36 est imparfaite de ce point de vue, car la prime de contrôle (liée par exemple à l'avantage que constitue l'élimination d'un concurrent) n'est pas justifiable dans une approche d'actualisation des flux de trésorerie. Dans ce cas, il convient de s'interroger sur la valeur vénale de la cible : la question est de savoir à quel prix cette dernière pourrait être revendue.

Marie-Pierre Peillon, Head of Equity & Credit Research

Groupama Asset Management

Quel jugement général portez-vous sur l'introduction des IFRS ?

Certains s'attendaient à une révolution potentiellement déstabilisante, mais rien de tel ne s'est produit. Le passage aux nouvelles normes s'est effectué en douceur. Les entreprises ont réalisé un gros travail pour préparer la transition, et ont consenti pour cela des dépenses non négligeables, notamment en France.

Une des raisons de la fluidité de cette transition en est l'intensité des négociations qui ont eu lieu entre les entreprises et leurs commissaires aux comptes. Il s'agissait d'un développement nouveau, pour lequel personne n'avait d'expérience. Par exemple, certaines grandes entreprises comme Accor ou LVMH ont beaucoup de *leases* opérationnels, sur les murs de leurs hôtels ou de leurs magasins ; or ceux-ci n'ont que rarement été réintégrés au bilan. Les arrangements réalisés limitent l'impact du changement de normes. Et les analystes ont eu du mal à comprendre le bilan d'ouverture. Les effets des nouvelles normes mettront du temps à véritablement se déployer.

Certains avantages en termes de profondeur d'information et de comparabilité sont déjà visibles. Par exemple, l'information sur les fonds de pension est nettement plus standardisée, alors qu'auparavant l'analyse de ce poste était très difficile. Le tableau des flux s'est aussi amélioré, par exemple pour les sociétés espagnoles qui étaient très en retard à cet égard.

Cela étant, il reste des enjeux non résolus en termes de comparabilité, par exemple la distinction entre récurrent et non-récurrent dans le compte de résultat. Les soldes mis en avant dans la communication financière des entreprises sont hétérogènes. De leur côté, les analystes n'ont pas encore bien défini leurs propres indicateurs, mais ils vont s'adapter peu à peu. Dans la banque, les politiques de provisionnement sont très variables d'un pays à l'autre : les Espagnols sont très prudents, les Italiens sensiblement moins.

L'information sectorielle est un autre thème majeur. Dans les télécoms par exemple, les changements permanents de segmentation posent problème. Les choix de segmentation sont hétérogènes, tant au plan opérationnel que géographique. Or, avec la mondialisation, l'analyse géographique est essentielle pour évaluer les risques sur le résultat. De ce point de vue le projet de nouvelle norme IFRS 8 sur les segments opérationnels est dangereux, il risque d'aboutir à une moins bonne compréhension des modèles économiques.

Une autre difficulté concerne la distinction entre fonds propres et dette. Les analystes ont un réel problème de compréhension sur ce terrain. Les instruments hybrides se développent. Et les agences de notation, ainsi que les autorités de surveillance prudentielle, développent leur propre méthodologie d'analyse. Le risque de confusion est préoccupant.

Les normes modifient-elles les comportements des entreprises ?

En générale, il n'y a pas d'incidence de ce type. Le management des entreprises n'est pas devenu court-termiste à cause des IFRS. Au contraire, il tend peu à peu à s'adapter aux critères de l'investissement socialement responsable. Cela va dans le sens d'une focalisation moins exclusive sur le court terme. Les IFRS n'ont guère d'impact sur de telles tendances de fond du marché.

Dans les secteurs financiers et notamment les banques, les émetteurs ont fait en sorte que la volatilité comptable résultant de l'application d'IAS 39 soit minimisée. Le changement de normes en est passé pratiquement inaperçu. Mais pour cela ils ont dû mettre en place une « usine à gaz » sous-jacente, dont la complexité pose problème.

Quant aux possibilités de manipulation, elles existent comme auparavant. Les comportements s'adaptent... quelle que soit la norme comptable.

La pression du marché imposera-t-elle peu à peu la comparabilité ?

Je ne suis pas sûr que la pression du marché suffira à assurer la cohérence de mise en œuvre des IFRS. La communication financière des émetteurs a été très active sur les enjeux techniques liés aux IFRS en 2005, mais cet effort est maintenant beaucoup plus limité.

La pression à l'homogénéisation des pratiques s'effectue avant tout à travers les auditeurs. Quoi qu'on en dise, ces derniers n'aiment guère le cas-par-cas. Leur position de négociation va sans doute s'améliorer progressivement, à mesure que les incertitudes se lèvent et que la complexité des normes est assimilée par tout le monde. L'expérience facilitera la standardisation des pratiques.

Les auditeurs sont passés à travers des moments difficiles au cours des deux dernières années, et en ont tiré quelques enseignements. Ils ont de grandes capacités techniques, et la volonté d'accomplir leur mission au mieux. Par ailleurs, la concentration croissante du secteur de l'audit augmente leur pouvoir de négociation.

Quant au rôle potentiel des autorités publiques de régulation, il est permis d'avoir des doutes. Certains prospectus laissent rêver. Les régulateurs sont submergés de travail, et manquent en général cruellement de ressources pour faire face.

La conjoncture boursière jouera-t-elle un rôle ?

En principe non, mais il faut également reconnaître qu'une crise boursière peut faire ressortir des aspects que le marché n'avait pas vu. Nul ne peut affirmer aujourd'hui que les risques liés aux IFRS sont intégralement pris en compte par le marché.

Julien Vannier, Analyste Buy-Side
Société Générale Asset Management

Quel est selon vous le bilan d'étape de l'adoption des IFRS ?

Il est globalement positif, car on tend vers la comparabilité. Mon activité d'analyste se concentre sur le secteur bancaire, qui présente de fortes spécificités. L'application des IFRS y aura représenté une véritable amélioration, même s'il y a aussi des déceptions quant aux pratiques de certains émetteurs.

L'une des difficultés vient du fait que les IFRS sont encore loin de constituer un système universel. Lorsque des groupes ont des filiales cotées qui publient selon d'autres normes que les IFRS, la lisibilité en est fortement affectée car tous les acteurs ne regardent pas les mêmes comptes. Cela est encore souvent le cas pour les filiales de banques européennes dans les pays d'Europe centrale, qui continuent de publier des états financiers en normes locales, comme Komerčni Banka (groupe Société Générale) en République Tchèque, ou BPH (groupe UniCredit) en Pologne.

Par ailleurs, la marge d'interprétation reste colossale. Les autorités de surveillance prudentielle jouent un rôle de premier plan, car elles conservent la capacité d'orienter les options choisies par les banques pour appliquer les normes. Ainsi, en Espagne, les banques continuent d'inscrire à leur passif des provisions génériques qui ont été bannies dans la plupart des autres pays passés aux IFRS. Jusqu'à la fin de 2007, les émetteurs espagnols continuent également d'amortir leurs *goodwills*. Au Royaume-Uni, le dividende payé sur l'exercice passé est inclus dans le « Tier 1 » pour les calculs prudentiels. En principe, ces divergences en matière comptable et prudentielle sont censées être traitées par des discussions au niveau européen, mais en pratique l'harmonisation n'est que partielle.

Les banques et leurs superviseurs avancent dans la direction d'une harmonisation, mais on a parfois l'impression que c'est à reculons. Dans l'ensemble il faut s'attendre à des progrès graduels. Par exemple, la banque d'Espagne assure que la possibilité pour les banques de passer des provisions génériques dans leurs comptes « en IFRS » devrait cesser en 2009. Les conditions dans lesquelles les autorités ont effectué leurs choix n'ont pas été favorables à une réelle adhésion à la philosophie des IFRS.

Il y a un élément de déception en termes de cohérence internationale des méthodes comptables. On ne pensait pas qu'il y aurait autant de possibilités de variations locales. Certaines de ces variations se maintiendront à moyen terme, car elles sont très liées à la structure des acteurs locaux, de leur représentation collective, de leurs relations avec les régulateurs. Je pense en particulier au Royaume-Uni.

La pertinence des états financiers est-elle améliorée ?

Dans l'ensemble oui, mais il reste de nombreux cas dans lesquels les écritures passées en IFRS ne correspondent pas à une réalité économique et brouillent la lecture des comptes par les utilisateurs. Par exemple, en banque de financement et d'investissement la provision « day-one P&L » change d'un trimestre à l'autre sans que la variation soit véritablement utile pour le marché. Du coup, l'information est vécue comme artificielle et difficile à lire.

De même avec le traitement des provisions relatives aux plans et comptes épargne-logement (PEL-CEL) pour les banques françaises : faute de présenter une valeur nette d'une année sur l'autre, la provision n'a pas de valeur économique. Pour permettre une meilleure

compréhension par le marché, les banques publient des états pro forma hors effet de cette provision. Personne n'est gagnant à cette complexité.

Certaines banques, ainsi Lloyds TSB, vont jusqu'à publier trois jeux d'états financiers : IFRS, IFRS hors exceptionnels, et IFRS hors exceptionnels après repondération. C'est à mon sens le signe d'un défaut de qualité des normes.

Autre exemple, les portefeuilles de participations que la norme IAS 39 oblige à catégoriser en *trading, available for sale, held to maturity* : ces traitements différenciés posent problème. La vision précédente, qui procédait à une distinction de principe entre participations stratégiques et participations financières, était préférable et permettait une meilleure compréhension de la réalité économique. Dans un objectif du reste louable d'augmenter la fiabilité, la norme IAS 39 aboutit à la prépondérance de la règle sur le principe, ce qui est exactement l'inverse de ce que l'IASB proclame être sa philosophie.

Qu'en est-il de la transparence de l'information ?

Il y a incontestablement plus d'information, mais celle-ci n'est pas nécessairement de meilleure qualité qu'auparavant. Il n'est pas exclu que certains émetteurs aient pour stratégie de noyer l'analyste sous la quantité d'informations. Pour l'évaluation des *goodwills*, les découpages des unités génératrices de trésorerie ont parfois un côté un peu fictif, à cause notamment de la vision très littérale des auditeurs.

C'est un problème inévitable dès lors qu'on introduit de nouvelles règles : au début, l'application a tendance à se concentrer sur la lettre plutôt que l'esprit. Peut-être cet aspect s'améliorera-t-il peu à peu, mais il n'y en a guère d'indication à l'heure actuelle.

La réalité est que les comptables ont encore les normes précédentes en tête. Ils n'en sont pas encore à « penser en IFRS ». Les enfants des années 1940 comptent en francs, ceux des années 1960-70 en francs ou en euros selon les montants, ceux des années 1990 comptent tout en euros. Avec les normes comptables, c'est la même chose.

Il faudra une génération pour que les IFRS soient vraiment intégrées, c'est avant tout un enjeu de formation. C'est aussi pour cela que l'harmonisation des pratiques est si difficile. Il en va de même avec les superviseurs locaux, qui mettent encore plus de temps à faire évoluer leurs modes de raisonnement.

Pour revenir à la question de la qualité de l'information, la rupture introduite par les IFRS crée naturellement un problème pour les données historiques. Par exemple pour les commissions et les marges d'intérêt des banques, les séries de données correspondent à des méthodes qui ont changé d'une année sur l'autre, y compris dans certains cas postérieurement à la première application des IFRS. Il en résulte un doute sur la qualité de l'information, et aussi sur la qualité de l'audit.

Quel est l'impact des IFRS en termes de volatilité ?

Les banques publient des données retraitées lorsque les IFRS créent une volatilité comptable « artificielle », non-économique. C'est le cas pour les provisions associées aux PEL-CEL dans les banques françaises, que j'évoquais précédemment. Il ne s'agit pas de lissage des comptes : dans le secteur bancaire ce dernier a été fortement diminué par l'adoption des IFRS, notamment du fait de la suppression des provisions pour risques bancaires généraux. Il reste des possibilités de lissage – dans certains métiers de financement et d'investissement on le voit bien en comparant le bilan de fin de quatrième trimestre aux autres échéances annuelles – mais dans l'ensemble les comptes sont moins manipulables qu'avant.

Les IFRS n'ont pas modifié les stratégies des banques ou leurs comportements de gestion – à la différence de Bâle II, qui a en la matière un impact réel. En revanche, les nouvelles normes auront sans doute pour effet de modifier la perception des risques, particulièrement du risque systémique.

Le processus de convergence entre IFRS et US GAAP apporte-t-il un élément positif ?

Mon impression générale est que l'ambition de convergence n'est pas un élément très structurant du côté américain. La volonté de convergence me semble être plus nette du côté de l'IASB que celui du FASB, qui reste déterminé dans une large mesure par des considérations internes aux Etats-Unis.

Comment faire en sorte que la comparabilité devienne plus effective ?

Il faudrait remettre sur le droit chemin certains superviseurs nationaux ! Sinon, il faudra peut-être en arriver à centraliser nettement plus le contrôle de la mise en œuvre des normes. Aujourd'hui seuls les pays scandinaves ont véritablement accepté sans états d'âme la philosophie des IFRS. La seule pression du marché ne permettra guère d'avancer : les investisseurs ne sont pas des spécialistes de comptabilité, il n'y aura pas de *peer pressure* déterminante de ce côté-là.

Donc il n'y aura pas de convergence spontanée des pratiques. Il n'est pas prouvé que les performances boursières soient corrélées avec la qualité des méthodes comptables, donc l'effet d'alignement « par le haut » sur les bonnes pratiques sera limité. Et la pression directe exercée par les investisseurs pour une amélioration de la qualité comptable restera limitée, car très peu d'analystes ont des compétences comptables suffisantes. Il ne faut pas surestimer l'intensité avec laquelle le marché s'intéresse aux comptes. Quelques lignes du compte de résultat concentrent l'essentiel de l'attention, et le bilan est souvent quelque peu délaissé.

En conséquence, pour faire converger les pratiques il faudra nécessairement une densification de l'écheveau de règles. A défaut d'une telle évolution vers du « rules-based », de plus en plus de sociétés se donneront leurs propres normes en publiant des *pro forma*. Autre possibilité, si les IFRS ne conduisent pas à une comparabilité suffisante, les normes US GAAP pourraient regagner en popularité, car elles au moins imposent des règles communes à tous les émetteurs ! A long terme, le risque pour les IFRS est donc celui de la perte de sens, de l'*irrelevance* si les attentes en matière de comparabilité ne sont pas prises en compte. Dans l'immédiat la question ne se pose évidemment pas de cette manière, mais à plus long terme ceci me semble un enjeu très important pour l'IASB.

Quel rôle les auditeurs jouent-ils dans la transition ?

Les auditeurs ont mis du temps à se former aux différents aspects des IFRS, et les émetteurs ont parfois pu avoir le sentiment d'en payer le prix. Plus préoccupant, les auditeurs n'ont pas exercé un leadership intellectuel à la hauteur de ce qu'on aurait pu attendre d'eux.

En conséquence, il se peut qu'ils se soient parfois laissé prendre à des jeux d'influence. En 2003-04, la communication financière de certaines banques semblait parfois s'adresser plus aux auditeurs qu'au marché : l'intention apparente était de faire en sorte que les auditeurs intègrent et diffusent leurs vues, afin que celles-ci s'imposent aux autres acteurs du marché.

Il me semble que cette relative absence de leadership est liée au modèle d'organisation des firmes d'audit, dans lequel les associés les plus expérimentés se concentrent sur la relation avec la clientèle. Les services de doctrine sont censés apporter des références communes, mais ils restent lointains, et leur rôle est donc parfois un peu théorique. En conséquence, l'impact réel des audits n'est pas toujours à la hauteur de ce qu'on pourrait en attendre.

Quant aux agences de notation, elles n'exercent pas non plus un rôle moteur car elles conservent pour l'essentiel leur ancien référentiel, et procèdent à des retraitements très nombreux. De ce fait elles ne contribuent pas à accélérer la transition vers le nouveau référentiel.

Quel est l'effet de la conjoncture des marchés ?

L'environnement de marché favorable n'a pas eu d'impact direct sur la mise en place des IFRS. En revanche, un retournement aurait des conséquences, en termes d'amplification de l'effet de cycle (parce qu'il n'y a plus de provisions génériques) et éventuellement d'accentuation du risque systémique (par effet de limitation des revenus, en cas de pertes à constater sur des opérations passées). Il y a donc un lien à établir avec les risques de liquidité.

Il ne faut pas sous-estimer l'irrationalité des comportements de ce point de vue. Un fort changement des conditions de marché pourrait se traduire par un déplacement assez marqué de la perception du risque et de la relation au risque.

Cela ne remettrait naturellement pas en cause les IFRS, mais conduirait les acteurs à modifier durablement leur base de référence, ce qui n'a pas encore eu lieu. Eventuellement, une crise pourrait également conduire à réintroduire l'idée selon laquelle le secteur financier est soumis à des évolutions pluriannuelles, dont la notion de juste valeur ne peut rendre compte que très imparfaitement. Le débat sur la prise en compte des cycles longs dans les comptes des institutions financières n'est donc pas entièrement clos.

Pierre Vaquier, Directeur Général, et **Laurent Liot**, Directeur Administratif et Financier
AXA Real Estate Investment Managers France

Quel bilan d'étape tirez-vous du passage aux IFRS dans votre métier, l'investissement immobilier ?

Il est prématuré de tracer un bilan aujourd'hui. On voit bien maintenant les complexités techniques de la transition, mais pas encore les conséquences en termes de comportements d'investisseurs.

Avec le passage aux IFRS et la mise en œuvre simultanée de la loi Sarbanes-Oxley, la profession comptable a mis en place un cadre extrêmement complexe. Il y a un sentiment de manque de maîtrise sur les nouveaux processus, qui engendre une certaine perplexité. Dans le passé, les débats avec les auditeurs étaient marqués par une application stricte des principes qui n'excluait pas le bon sens. Aujourd'hui les principes donnent parfois l'impression de disparaître derrière un florilège de textes très techniques, pilotés depuis Londres ou New York, avec des temps de réponse, en cas de demande d'interprétation, qui peuvent atteindre six à neuf mois. Et ces difficultés ne sont pas toutes liées à la période de transition, donc certaines pourraient se révéler persistantes.

Pour l'investisseur, le coût de ce nouveau cadre est plus évident que sa valeur ajoutée. Et il y a des vrais problèmes de cohérence interentreprises dans la mise en œuvre. Mais nous nous adaptons. Malgré les IFRS, nous continuerons à utiliser beaucoup de données extracomptables pour appréhender la performance économique des projets.

L'approche par composants, qui est l'un des principaux changements, pose des difficultés particulières. La vérité est que la notion d'obsolescence, en matière immobilière, relève plus de l'art que de la science. Telle tour à La Défense a trente ans mais n'est pas du tout obsolète ; mais certains bâtiments plus récents ont besoin d'être rénovés. Du coup, l'approche systématique par composants est un exercice de style qui ne répond pas à une vraie exigence économique, car contrairement à ce qu'on pourrait croire il y a beaucoup d'éléments de valeur incorporels dans l'immobilier.

Quant à la notion de contrôle pour la consolidation, elle n'a pas véritablement de conséquences aberrantes, mais induit des coûts et de la complexité de gestion.

En bref, la déception porte sur l'absence de vision économique. Les bilans vont désormais évoluer en même temps que les marchés, dans le cas de la juste valeur, mais nous n'aurons pas gagné en granularité d'appréciation de la performance.

Y a-t-il tout de même des aspects positifs ?

Aujourd'hui nous n'en voyons pas vraiment, peut-être est-il encore trop tôt. La comparabilité elle-même n'est pas acquise tant que les Etats-Unis restent en normes US GAAP.

Certes, la latitude d'interprétation a plutôt diminué. Il y a moins de marge de manœuvre dans la distinction entre charges et investissements, c'est l'aspect positif des normes ayant défini l'approche par composants.

Y a-t-il des risques accrus de manipulations comptables ?

Il semble que les choix faits par les différents professionnels ne fassent pas preuve d'une grande cohérence interne, et la technicité donne parfois l'impression de prendre chez eux le

pas sur le raisonnement comme critère déterminant. Pour autant, illisibilité ne signifie pas manipulation, et nous n'avons pas l'impression que le risque de manipulation ait augmenté.

En immobilier l'application du principe de juste valeur signifie qu'il faut réaliser des expertises, ce qui – comme dans le *private equity* – ne peut pas être réduit à une approche mécanique, une « science exacte ». Historiquement, cela a eu un effet de lissage ou de retard par rapport à la réalité du marché. Aujourd'hui le marché devient plus liquide et transparent, mais le *mark-to-market* n'en est pas tout à fait un néanmoins.

Dans le contexte spécifique des groupes d'assurance, se pose également la question de la résilience des bilans, que les IFRS ne prennent pas en compte alors qu'il s'agit du cœur du métier. Dans les années 1990, les banques ont dû réaliser leurs mauvais actifs immobiliers, mais les assureurs ont en général pu garder les leurs.

Une autre question est encore mal résolue : l'arbitrage entre traitement en fonds propres et en compte de résultat reste optionnel. Les foncières privilégient le traitement en compte de résultat.

Avec le recul, la loi Sarbanes-Oxley a initialement été considérée avec appréhension, et la mise en œuvre en a été effectivement lourde, mais s'est avérée finalement gérable et même porteuse de valeur ajoutée. Le bilan de l'approche par composants des IFRS est beaucoup moins clair à ce jour. Un certain nombre de professionnels, qui y trouvent sans doute un intérêt tant technique que commercial, sont enclins à rigidifier et compliquer l'application des normes. Beaucoup d'années devront s'écouler avant que l'on puisse vraiment réaliser un bilan de l'adoption des IFRS.

Thibaud de Vitry, Directeur de la gestion et de la relation avec les compagnies d'assurances AXA

AXA Investment Managers

Quel est votre point de vue sur l'application des normes IFRS chez les assureurs, et les défis correspondants pour le groupe AXA ?

Les assureurs, comme les autres entreprises, ont pour préoccupation de maximiser les profits tout en minimisant la volatilité de leur compte de résultat, et dans une moindre mesure, de leur bilan. Dans ce contexte, les IFRS ont nécessité une ingénierie de structuration de la gestion des actifs afin de conserver des allocations d'actifs économiquement optimales vis-à-vis des passifs à couvrir. En attendant la phase 2 de l'IFRS, l'IASB a autorisé des outils tels que le *shadow accounting*, le *hedge accounting* ou la *fair value option*. Ces outils sont parfois difficiles à manier et très lourds sur le plan opérationnel mais, combinés à un choix judicieux de catégorisation des actifs, ils aident à minimiser la volatilité du compte de résultat.

Par rapport aux normes françaises antérieures, les IFRS ont conduit à une extension du périmètre de consolidation en rendant plus transparent le contenu des fonds mutuels détenus par les bilans. Cela a un impact sur le style de gestion de ces fonds notamment lorsque les portefeuilles contiennent des actions ou des obligations *corporate*. En effet, la catégorisation des actifs en IFRS n'est pas liée à leur nature, mais à la manière dont ils sont gérés pour créer de la richesse. La difficulté de détenir des actions est encore accrue par les nombreuses incertitudes qui demeurent à ce stade sur le projet Solvabilité II, et notamment sur l'adéquation entre le niveau de choc retenu par le CEIOPS et l'horizon, non pas de détention, mais de gestion du portefeuille actions. Car plus l'horizon est long, plus les actions battent les autres classes d'actifs (y compris après ajustement du risque) et protègent de l'inflation.

La catégorisation des actifs selon la norme IAS 39 est liée aux styles de gestion mis en œuvre et à la structuration de ces styles qui permet de conserver les mêmes allocations et les mêmes sources de valeur ajoutée en « beta » et en « alpha ». Ainsi les compagnies AXA ont conservé leur potentiel de création de performance d'investissement à long terme tout en réduisant la volatilité du résultat comptable à court terme. Pour caricaturer, les titres gérés dans une perspective de valorisation fondamentale à long terme sont dans la catégorie AFS (*available for sale*). Les titres utilisés dans les gestions de recherche de performance à court terme, basée sur des facteurs techniques de type *momentum*, sont dans la catégorie *trading*. L'essentiel a été d'opérer cette classification sans modifier les allocations entre classes d'actifs mais en renforçant l'importance des styles de gestion adaptés à la création de valeur sur le long terme.

Dans le cadre du projet d'amélioration de la performance du groupe AXA (« Ambition 2012 »), on cherche à augmenter le rendement à long terme des actifs à travers à la fois un meilleur mix produit et une meilleure performance de chaque produit. Cela implique une modification de l'allocation à long terme sans pour autant augmenter les risques qui pèsent sur le compte de résultat. Le rendement économique et comptable doit augmenter, sans accroissement de la volatilité comptable. C'est en quelque sorte une optimisation d'un *Sharpe ratio* comptable, en complément de l'économique.

L'information donnée au marché après l'adoption des IFRS est-elle de meilleure qualité ?

L'information est nouvelle et différente en ce qui concerne la gestion d'actifs. Pour pouvoir maintenir les allocations d'actifs optimales d'un point de vue économique, il y a un

accroissement possible du recours aux produits dérivés et aux autres techniques de structuration des bilans. Mais il serait de plus en plus difficile de résumer la complexité des opérations dans des états financiers consolidés. Et, en matière de communication, la complexité n'est pas synonyme de qualité.

Les normes IFRS ne sont qu'un nouveau langage de communication entre les acteurs du marché. Ils doivent continuer à l'apprendre, progresser et mieux se comprendre. Il est seulement regrettable que cette langue, et plus particulièrement sa règle de juste valeur, ne soit pas naturellement adaptées au double objectif de création de valeur pour couvrir les passifs de long terme et de faible volatilité du compte de résultat.

En termes de comparabilité, on observe des choix de catégorisation assez différents d'un acteur à l'autre, mais il existe néanmoins des tendances communes. Personne, ou presque, n'a utilisé la catégorie *held-to-maturity* et l'inscription en catégorie *trading* a également été limitée. La consolidation des *mutual funds* en transparence génère une telle lourdeur opérationnelle que leur utilisation a été limitée dans les bilans. Les techniques de comptabilité de couverture sont plus ou moins utilisées. La gestion en a été rendue différente en style, mais les choix correspondants ne sont pas non plus bien connus.

En général les choix de catégorisation ont aussi été orientés par la gestion de la transition de l'ancien vers le nouveau référentiel comptable et l'impact sur les réserves de plus-values latentes. Au total, la comparabilité n'est ni meilleure ni pire qu'auparavant. Il n'y a pas encore beaucoup de standardisation.

Les IFRS ont-elles conduit à une focalisation de la gestion sur le court terme ?

Avec la règle de la juste valeur, l'IFRS focalise la valorisation sur le court terme alors que la vraie création de valeur procurée par la détention d'un actif dépend de son prix d'achat et de son prix de vente, pas de la variation de son prix pendant un exercice comptable. Sur des horizons de gestion longs, qui correspondent à ceux des passifs, la prime que procurent les actions ou les obligations *corporate* est un excellent complément de rémunération par rapport à la détention d'obligations gouvernementales. Le risque lié à cette prime s'estompe avec la durée. C'est donc « gagnant-gagnant » pour les actionnaires et pour les clients.

Depuis la mise en place des IFRS, l'environnement, notamment celui des marchés d'actions, est resté favorable et il n'y a pas eu de crise. Beaucoup d'acteurs vont découvrir la volatilité de leur compte de résultat à l'avenir, telle qu'elle résulte inévitablement de leurs choix de catégorisation aux termes de la norme IAS 39. Ceux qui ont une pratique plus longue de la comptabilité en normes américaines ont déjà l'expérience de la volatilité comptable et de sa perception par les investisseurs. Les marchés imposent des traitements comptables ciblés, et introduisent ainsi une tension inhérente avec la logique d'optimisation économique à long terme. Il n'y a aucun doute que les investisseurs sanctionnent la volatilité comptable.

On peut craindre à ce titre que la réforme Solvency II rende la situation pire plutôt que meilleure, avec l'introduction de tests annuels de valeur. Par ailleurs, il faudra veiller à ce que Solvency II ne se traduise pas par une dualité de systèmes de normes, en tout cas en termes de structure de l'information. La cohérence entre les IFRS, y compris la future nouvelle norme sur les passifs d'assurance, et Solvency II ne doit pas être perdue de vue. Or elle est loin d'être acquise, par exemple pour le calcul des provisions techniques.

La mise en œuvre des normes deviendra-t-elle plus cohérente avec le temps ?

Les objectifs de l'IASB sont structurellement inconciliables avec la problématique économique de la protection financière à long terme. La spécificité de ce secteur économique, et notamment la nécessité d'être un investisseur à long terme sur les marchés, n'est pas

pleinement reconnue. S'il y a une solution optimale elle s'imposera comme point de convergence pour tous les acteurs, mais il est encore beaucoup trop tôt pour en juger. Il ne sera possible d'y voir plus clair qu'à la suite d'une crise de marché, ce qui n'est pas non plus souhaitable. Le rôle des cabinets d'audit est très positif pour former et diffuser la doctrine comptable et ainsi accroître la cohérence dans la mise en œuvre.

Adam Ward, Senior Research Analyst

AXA Rosenberg

L'approche d'investissement d'AXA Rosenberg est fondée sur l'analyse quantitative de grandes quantités de données financières d'entreprises. Comment le passage aux IFRS a-t-il affecté votre métier ?

De manière générale, les IFRS auront été un pas dans la bonne direction. La comparabilité transfrontalière des données financières s'est améliorée. Il y a eu un gros effort de la part des entreprises, qui est bon pour les utilisateurs d'information financière. Outre la comparabilité, il y a plus de transparence, des informations plus détaillées et plus cohérentes. Par exemple sur les flux de trésorerie, ou l'information sectorielle.

Cela dit je n'ai pas le sentiment que les pratiques se soient uniformisées, car on voit encore beaucoup de ce que j'appelle la « comptabilité nostalgique », lorsque les entreprises s'efforcent de garder leurs anciennes pratiques comptables alors même que les normes ont changé, parce qu'elles sont attachées à leurs anciennes habitudes.

L'application du principe de juste valeur n'est pas consensuelle, car si l'information en juste valeur est plus pertinente elle est également plus volatile. Cela dit, je pense que la plupart des investisseurs préfèrent « une information à peu près correcte plutôt que précise et fausse ».

D'un point de vue technique, il y a eu des ajustements mineurs à réaliser pour nous assurer de la cohérence des données à travers la phase de transition. Comme d'autres, nous avons dû tenir comptes des écarts dans les prévisions de résultat du fait de la suppression de l'amortissement du goodwill. Mais globalement nous avons eu très peu d'ajustements à apporter à notre processus d'investissement.

Vous utilisez beaucoup les bases de données financières. Le passage d'un système comptable à un autre n'a-t-il pas créé des problèmes de rupture des séries temporelles ?

L'essentiel de nos processus est basé sur des données statiques. Nous construisons nos propres états financiers pro forma en tenant compte des différences entre normes comptables nationales, par exemple sur les stocks ou la R&D. De ce point de vue les IFRS nous ont simplifié la tâche. Et puis un certain nombre d'entreprises (en Afrique du Sud par exemple) étaient déjà aux IFRS avant 2005 donc nous avons déjà un point de référence.

La volatilité comptable créée par les IFRS a-t-elle été un problème ? A-t-elle poussé les entreprises à se focaliser sur le court terme ?

Nous utilisons les données actualisées les plus récentes, avec des contrôles détaillés de leur caractère raisonnable. Aujourd'hui cette information comptable est fournie par un certain nombre de vendeurs de bases de données financières. Demain, avec XBRL ou d'autres standards comparables, cette information sera peut-être fournie directement par les entreprises. Mais pour nous, à part une nouvelle interface d'intégration des données, cela ne changera pas grand-chose.

Quant à la question du court-termisme : il n'y a aucun doute que les règles comptables ont une influence sur les comportements des entreprises. On l'a bien vu par exemple avec les plans de retraite d'entreprise, les conditions de vente de certains logiciels, les stock-options, les investissements des assureurs. Mais de manière générale, j'espère que les dirigeants ne

laissent pas les IFRS ou la comptabilité en juste valeur les forcer à prendre des décisions plus court-termistes.

Les IFRS favorisent-elles un lissage opportuniste des résultats ?

Le lissage (*earnings management*) est toujours possible, mais en principe les IFRS sont conçues pour en réduire les possibilités, par exemple avec les règles de provisionnement. Il y a un risque de lissage pour les estimations de juste valeur, mais avec le temps les pratiques d'évaluation devraient devenir plus cohérentes.

Etes-vous satisfait du niveau de comparabilité atteint avec les IFRS ?

Tout cela reste très nouveau. Les réflexes des directeurs financiers sont encore dans une certaine mesure déterminés par leurs anciennes normes nationales. Les habitudes ont la vie dure, mais heureusement les comptables gagnent rapidement de l'expérience, et l'effet des options de première application disparaîtra peu à peu.

Je pense que les investisseurs partent du principe que les émetteurs et les auditeurs acceptent le mouvement de convergence. Mais ils ont compris à quel point ces questions comptables pouvaient être difficiles, et sont prêts à faire preuve d'une certaine patience dès lors que la tendance reste orientée dans le bon sens.

Quel jugement portez-vous sur le caractère « principes-based » des IFRS ?

Pour ma part je reste favorable à une approche « principes-based », plutôt que des règles trop détaillées car les choix comptables doivent porter sur la substance des opérations et non sur un formalisme. Les problèmes d'interprétation devraient se réduire avec le temps.

Comment évolue le rôle des auditeurs ?

Je pense que les investisseurs font en général l'hypothèse que les auditeurs font leur travail correctement – mais naturellement, dès lors qu'il y a une transition vers quelque chose de nouveau, il y a aussi des risques inédits. Je crois que les investisseurs ont regardé avec une attention toute particulière les opinions des auditeurs au moment de la transition !

Quelles seront les prochaines étapes difficiles ?

La convergence avec les US GAAP, et le « *comprehensive income* ». Dans les deux cas il y aura des accrocs et des risques mais aussi des avantages possibles ! La convergence doit évidemment être vue avant tout comme une opportunité, mais sa mise en œuvre prendra sans doute très longtemps. Il y a aussi un risque qu'elle n'ait pas lieu du tout. Quant au « *comprehensive income* », il heurte l'habitude du marché de se focaliser sur les résultats par action.

Il y a évidemment d'autres normes importantes en cours d'élaboration, par exemple sur les contrats d'assurance.

Etes-vous préoccupé par la nouvelle norme IFRS 8 sur les segments d'activité ?

Le risque c'est qu'avec cette nouvelle norme les données deviennent moins cohérentes. Il sera intéressant de voir comment l'application de la nouvelle norme se traduira par des pratiques différentes en matière d'information financière.

Lexique des acronymes utilisés

AFG	Association Française de la Gestion financière
AMF	Autorité des Marchés Financiers
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CEL	Compte Epargne Logement
CESR	Committee of European Securities Regulators
FAS	Financial Accounting Standard (in US GAAP)
FASB	Financial Accounting Standards Board of the US
FFSA	Fédération Française des Sociétés d'Assurances
FRS	Financial Reporting Standard (in the UK)
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IASB	International Accounting Standards Board (since 2001)
IAS	International Accounting Standards
IASC	International Accounting Standards Committee (1973-2001). The acronym remains in use by the IASC Foundation, created in 2001
ICAEW	Institute of Chartered Accountants of England and Wales
IFRIC	International Financial Reporting Interpretations Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organisation of Securities COMmissions
PEL	Plan Epargne Logement
PER	Price-Earnings Ratio
SEC	US Securities and Exchange Commission
SSII	Société de Services en Ingénierie Informatique
XBRL	eXtensible Business Reporting Language

