

La juste valeur est-elle le garant de la transparence financière ?

*Par Jean-Louis Mullenbach, Associé du cabinet d'audit et d'évaluation financière
Bellot Mullenbach et Associés*

D'un point de vue conceptuel, la « *fair value* », improprement traduite en français par « *juste valeur* », est sans nul doute **la pierre angulaire** des projets conduits depuis une vingtaine d'années par le FASB et par l'IASB, les deux principaux normalisateurs comptables.

Ce concept a pris son essor dans les pays anglo-saxons après la crise des **savings and loans** américains dans les années 80 : la forte exposition des ces institutions financières au risque de taux d'intérêt n'était pas apparue dans les états financiers publiés en coût historique. La comptabilisation en juste valeur aurait permis de prendre en compte le changement des conditions du marché et donc de détecter les problèmes plus tôt.

Personne, et en particulier aucun financier ou économiste, ne pouvait être hostile à cette idée dans son principe. Et cette idée semblait venir à son heure : les marchés commençaient à jouer un rôle croissant comme **étalon des valeurs**, ce qui rendait plus naturelle l'estimation à la « *fair value* ».

Nous étions pourtant un certain nombre, et pas uniquement des professionnels, à nous inquiéter de **l'écart séparant le principe de sa mise en œuvre**. Beaucoup d'entre nous se souviennent d'un colloque organisé à Bercy par l'Académie en juin 2006 sur le thème « IFRS et gouvernance », avec notamment Michel Prada, Claude Bébéar, René Ricol et Michel Aglietta comme conférenciers. Ce dernier avait alors dénoncé le logement de produits structurés de titrisation non cotés dans la catégorie « *actifs de trading* » (ces produits portant un coût en capital 5 à 10 fois moins important que le crédit classique avant titrisation) et le caractère procyclique de tels agissements en période d'excédent, comme en période d'insuffisance de liquidités.

Dans un monde idéal, avec des marchés complets, transparents et liquides, l'évaluation en « *fair value* » apparaît évidemment utile pour mesurer en permanence la situation financière d'une entreprise. Mais **l'énoncé même de ces conditions en montre le caractère hautement restrictif**. Lorsque les marchés ne sont pas efficaces, l'évaluation à la juste valeur repose sur des méthodes moins parfaites, c'est au demeurant pourquoi l'on parle non pas de « *market value* » mais de « *fair value* ».

Lorsqu'il existe une référence assez directe à un prix de marché, il est facile de trouver un accord sur la méthode d'évaluation à appliquer. A ce stade, il n'y a donc pas d'objection, même si les marchés font souvent preuve de myopie, sont focalisés sur le court terme et comportent des biais. Tout change lorsqu'aucune référence fiable de ce type n'existe et qu'il faut **recourir à des modélisations** qui peuvent pécher, soit par leurs hypothèses, soit par le choix des paramètres, avec la problématique du management, en conflit d'intérêt lorsqu'il doit appréhender cette valeur de modèle.

Fallait-il introduire des évaluations subjectives au cœur même de la construction comptable, ce à quoi la profession comptable avait d'ailleurs longtemps été viscéralement hostile dans son culte de la « piste d'audit » ? N'était-il pas préférable de garder le système du coût

historique amorti, déprécié à la clôture lorsque nécessaire (application du principe de prudence qui a malheureusement disparu de nos normes), et se contenter de préparer et de publier des informations financières fondées sur des estimations en « *juste valeur* » chaque fois que leur fiabilité rendait leur communication légitime ? Les objections qui précèdent ruinent en effet la supériorité intellectuelle présumée de la « *fair value* » qui apparaît aujourd'hui comme **une référence théorique séduisante plus qu'un guide rigoureux en matière comptable.**

Contestable dans ses fondements conceptuels, critiquable dans ses modalités d'utilisation pratique, la « *fair value* » est enfin **suspecte par les conséquences qu'elle emporte en termes économiques et de stabilité du système financier.** La volatilité comptable à court terme, qui reflète de moins en moins la volatilité économique sous-jacente de l'activité de l'entreprise à long terme, amplifie les périodes d'euphorie et de crise. Avec la « *juste valeur* », les utilisateurs de l'information comptable éprouvent de surcroît les plus profondes difficultés à interpréter cette volatilité et à isoler l'incidence des deux principaux facteurs, les fluctuations à court terme du marché d'une part, et les cycles économiques d'autre part.

Cette observation conduit à une autre réflexion fondamentale qui éclaire un autre aspect de la « *market value* ». Celle-ci ignore **la dimension intertemporelle de l'activité de l'entreprise**, elle s'intéresse à la valeur instantanée : disons le, c'est une valeur à la casse (« *exit price* »). Il est des circonstances où cette notion est parfaitement appropriée, lorsque se profile une cession par exemple, ou pour un portefeuille de transaction. Convenons que ce n'est pas le sort qui attend chaque trimestre les entreprises non financières.

Depuis 2005, nous étions un certain nombre à dire ouvertement que nous allions devant de grandes désillusions, qui apparaîtraient dans le **fonctionnement au quotidien de l'application par les entreprises du concept de « *fair value* »**, et encore plus clairement lors du retournement des marchés financiers, ce qui était l'une des principales conclusions du colloque de l'Académie de juin 2006 organisé par William Nahum. Nous observons d'ailleurs que les banques françaises, qui avaient été les premières à dénoncer avec raison les risques de perversions du système de la juste valeur, s'en étaient ensuite, avant la crise, fort bien accommodées.

En partant d'un point de vue académique parfaitement respectable, nous sommes arrivés à un état de **confusion croissante entre comptabilité et évaluation.** L'on a en fait oublié que la comptabilité était un langage destiné à décrire la réalité passée et présente de l'entreprise, et en particulier l'historique de la performance intrinsèque de l'entreprise, et que c'est à partir de ces données brutes que les analystes et financiers pouvaient faire tourner leurs modèles d'évaluation. Il est quand même préoccupant de constater que les émetteurs et les préparateurs de comptes ne se reconnaissent pas toujours dans les états financiers qu'ils publient...

Pour autant, nous regrettons que l'on fasse aujourd'hui du normalisateur comptable un **bouc émissaire facile**, en caricaturant les normes IFRS qui ne préconisent pas, loin s'en faut, la « *full fair value* ». La norme IAS 36 par exemple définit la valeur recouvrable des actifs comme la plus haute de leur juste valeur d'une part, et de leur valeur d'utilité d'autre part, cette dernière privilégiant une approche long terme, ce qui est tout à fait logique s'agissant d'actifs stratégiques.

Pour ce qui est des banques, il faut **combattre des idées reçues** en rappelant déjà que les portefeuilles d'actifs détenus jusqu'à l'échéance, comme la grande majorité des prêts et créances, sont comptabilisés au coût historique, éventuellement déprécié, ce que personne ne conteste. S'agissant des trois premières catégories d'actifs définies par IAS 39 et valorisées en juste valeur par résultat ou par capitaux propres, l'IASB ne préconise ni l'application systémique du prix de marché, ni son application aveugle, les entreprises pouvant s'en éloigner et retenir des valeurs de modèle lorsque les marchés sont déficients.

L'expérience des derniers arrêtés trimestriels des institutions financières montre cependant que **l'absence de règles strictes en référentiel IFRS** laisse trop de place au jugement professionnel, en particulier dans le cadre de la norme IAS 39 sur les instruments financiers et de l'amendement d'octobre 2008, qui ont donné lieu à des applications très diverses d'un établissement à l'autre et d'un pays à l'autre. Après avoir manqué de réactivité face à la crise, l'IASB s'est engagé dans une refonte complète de la norme IAS 39, avec trois étapes d'appels à commentaires. Les propositions en cours, qui ne s'apparentent pas à des replâtrages acceptés sous la pression, semblent aller dans le sens d'une simplification de la norme, et donc de la lecture des états financiers.

N'avoir que deux catégories d'actifs au lieu de cinq, ceux de transaction en juste valeur d'une part, et ceux comptabilisés au coût historique amorti de l'autre, est une bonne chose, à condition de bien fixer le curseur et la ligne de démarcation. Il faut notamment faire entrer davantage d'instruments dans la catégorie du coût amorti, dès lors qu'il s'agit d'instruments acquis dans le but de percevoir des flux de trésorerie réguliers. En tout état de cause, l'IASB doit **mieux encadrer le portefeuille de « trading »** pour éviter les dévoiements constatés dans l'application de la norme IAS 39.

Nous sommes également favorables au provisionnement dynamique du risque de crédit dans la mesure où le « *pricing* » d'origine du crédit tient compte des pertes anticipées tout au long de la durée du prêt. Il faut en effet **combattre la procyclicité des normes comptables et prudentielles** et ne jamais oublier qu'il n'y a de vérité ni des marchés ni des comptes, que la comptabilité ne doit pas prétendre au statut de science exacte et qu'il nous faut revenir à une certaine humilité et être transparent sur les hypothèses retenues d'une part, à chaque fois que des estimations comptables significatives, notamment des valeurs de modèle, résultent d'anticipations du management qui, par nature, présentent un caractère aléatoire, et sur les analyses de sensibilité d'autre part.