

# Le débat sur la juste valeur : de l'utopie comptable au réalisme financier

## Jean-Florent Rérolle<sup>1</sup>

Managing Director  
Houlihan Lokey

La comptabilité a pour objectif de traduire de la manière la plus réaliste possible la situation financière des entreprises. La complexité croissante du monde économique, le développement et la mondialisation des marchés financiers, la domination progressive de l'idéologie de la valeur actionnariale ont rendu progressivement inadaptée la comptabilité fondée sur des valeurs historiques. Soucieuses de mieux coller aux réalités de ce nouveau monde, les autorités chargées d'édicter les règles comptables ont peu à peu abandonné la primauté du principe du coût historique pour lui préférer celui de la juste valeur. Ce concept s'est enraciné au sein des deux grands référentiels comptables que sont les US GAAP et les IFRS<sup>2</sup> au fur et à mesure de l'édiction des standards<sup>3</sup>.

L'opportunité de cette introduction a toujours donné lieu à d'intenses débats en particulier sur les instruments financiers. Mais la polémique a redoublé de violence depuis le début de la crise financière. Il est apparu que la conjonction du principe de juste valeur d'une part, et de normes prudentielles bancaires s'appuyant sur la comptabilité d'autre part, pouvait avoir un effet pro-cyclique. Plusieurs dirigeants d'institutions bancaires ou d'assurance se sont empressés d'envoyer les normes comptables<sup>4</sup> dans le box des accusés, avec les agences de notation et les fonds alternatifs. Il faut dire qu'il est plus facile de critiquer le référentiel comptable que les normes prudentielles, lorsque l'on est sous le joug des superviseurs bancaires.

Pourtant, de manière significative, le principe de juste valeur n'a pas subi les foudres des dirigeants du G20. La déclaration publiée à la suite du Sommet du 15 novembre 2008 reste silencieuse à leur endroit, même si les autorités comptables sont appelées à « œuvrer à l'amélioration des lignes directrices pour la valorisation des titres en tenant compte de l'évaluation des produits complexes illiquides, en particulier en période de tension sur les marchés financiers ».

L'un des mérites de cette crise nous semble avoir été de clarifier le débat (à défaut d'avoir permis l'émergence de solutions totalement claires et opérationnelles !) sur deux points principaux qui marquent la fin d'une certaine utopie comptable et le retour à un réalisme financier :

- Conceptuellement, établir un bilan qui puisse ou même doive refléter de manière réaliste la valeur de marché des entreprises est une ambition démesurée. Le marché est trop complexe pour se laisser capturer dans un système comptable.
- La mise en œuvre d'une évaluation suppose une part importante de jugement. L'encadrement de ce processus par un référentiel comptable est dangereux. Les prescriptions imposées aux évaluateurs ont ainsi été logiquement et sagement assouplies.

## Les limites de la comptabilité

L'instillation puis l'injection de doses toujours plus importantes de juste valeur ne conduit pas à une représentation réaliste de l'entreprise. Deux obstacles majeurs se dressent devant cette ambition : d'une part, les limitations inhérentes à la nature de la comptabilité et, d'autre part, la complexité de la réalité économique qu'elle souhaite traduire.

L'information financière et comptable a pour but d'aider les investisseurs à prendre des décisions. A ce titre, elle doit avoir un certain nombre de caractéristiques fondamentales définies dans le cadre conceptuel de l'IASB<sup>5</sup> : elle doit être pertinente pour être utilisée dans l'analyse d'une situation financière ; elle doit être fiable, c'est-à-dire être exempte de biais et de manipulation ; elle doit être comparable afin que l'investisseur puisse facilement juger de la progression des performances et procéder à des analyses d'entreprises similaires ; elle doit être enfin compréhensible pour ceux auxquels elle est destinée. En théorie, l'introduction de la juste valeur a amélioré la pertinence des comptes. Mais il n'est pas sûr que l'on puisse soutenir que les autres qualités aient été renforcées.

Tout d'abord, le concept de juste valeur est très subjectif<sup>6</sup>. La définition du concept prend une forme légèrement différente selon le référentiel. La norme américaine SFAS<sup>7</sup> 157 la définit comme « le prix qui serait reçu de la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif dans une transaction organisée entre participants au marché à la date d'évaluation ». Elle est donc un prix de sortie ou de vente théorique. Pour les IAS<sup>8</sup>/IFRS, elle est le résultat d'un échange, à savoir, « le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes, pour une transaction conclue dans des conditions de concurrence normales ».

Pour les passifs, la définition de la juste valeur dans les normes américaines s'appuie sur la notion de transfert. La

1 Les opinions développées dans cet article le sont à titre personnel et n'engagent que son auteur. Elles ne représentent pas nécessairement la position de Houlihan Lokey

2 *International Financial Reporting Standards*

3 C'est ainsi que le Règlement de la Commission Européenne du 3 novembre 2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales fait référence 1184 fois à ce concept.

4 Pour une excellente présentation du débat V. Nicolas Véron, *le comptable est-il coupable ?* : Revue d'économie financière juin 2008

5 *International Accounting Standard Board*.

6 L'utilisation du mot "juste" est d'ailleurs chargée d'une connotation morale qui est assez décalée, par rapport à la matière à laquelle elle s'applique.

7 *Statements of Financial Accounting Standards*.

8 *International Accounting Standards*.

définition retenue pour les IAS/IFRS fait référence au montant auquel un passif peut être réglé entre parties bien informées et consentantes, pour une transaction conclue dans des conditions de concurrence normales.

Ces différences devraient disparaître à terme. SFAS 157 a été mis au point afin de donner une définition unique de la *fair value* et un cadre de cohérence pour la mise en œuvre des évaluations dans le contexte des US GAAP. Cet effort reste à faire pour les normes IFRS dans lesquelles quelques incohérences subsistent dans les définitions utilisées dans les différents textes. SFAS 157 sert aujourd'hui de base de départ pour un projet de norme IFRS qui viserait à donner une définition unique et des principes d'application clairs. Cette norme devrait être publiée en 2010.

Mais, au-delà de ces différences qui peuvent altérer la comparabilité internationale des entreprises, il importe de souligner que cette approche de la valeur est subjective et théorique. Ces définitions s'inspirent de celle qui est utilisée par les évaluateurs pour déterminer la *fair market value* qui est « *the amount at which property would change hands between a willing seller and a willing buyer when neither is acting under compulsion and when both have reasonable knowledge of the relevant facts* »<sup>9</sup>.

Les *willing buyers* et *sellers* sont des personnes hypothétiques interagissant de manière indépendante (*Arm's length*). Ils doivent avoir la capacité de traiter (le marché regroupant tous les agents potentiellement acheteurs et vendeurs), et la transaction intervient dans les circonstances du moment. La *fair market value* suppose que l'actif a été exposé à un marché ouvert pendant une période suffisante de confrontation entre acheteurs et vendeurs pour que la « valeur » puisse être découverte à l'issue du processus.

Il existe donc au moins trois conceptions différentes qui sont en présence : la valeur, le prix et la juste valeur. Dans une perspective d'évaluation, la valeur doit être distinguée du prix. La valeur est le point de vue qu'un investisseur spécifique développe sur la rentabilité future de l'actif. Il existe autant d'opinions sur la valeur d'un actif que d'investisseur potentiellement intéressés. Le prix de l'actif résulte de la confrontation des points de vue sur la valeur. Le prix est un fait, et non une opinion. La juste valeur, quant à elle, est le prix théorique que l'entreprise pourrait obtenir si elle décidait de vendre l'actif ou éteindre le passif dans les conditions décrites par la définition précitée : il s'agit en réalité d'une opinion sur un fait hypothétique, et la qualifier de valeur de marché ne change pas cette nature théorique !

La fiabilité de cette juste valeur dépend donc de l'actif à évaluer et de l'existence d'un marché sur lequel il pourrait être théoriquement négocié. Le principe s'applique sans trop de difficulté à des titres cotés. Mais la réglementation comptable l'impose aussi pour des actifs ou des passifs qui ne sont pas cotés ou qui le sont dans des conditions peu transparentes comme :

- les nombreux instruments financiers complexes qui ont été élaborés pour répondre à des besoins spécifiques

9 Cette définition est cohérente avec celle instituée en 1919 par le Bureau of Internal Revenue américain selon laquelle « *the market value is the price at which a seller willing to sell at a fair price and a buyer willing to buy at a fair price, both having reasonable knowledge of the facts, will trade. It implies the existence of a public of possible buyers at a fair price* ».

d'investisseurs. Ils sont négociés de gré à gré et seuls quelques *market makers* comprennent (peut-être ?) les ressorts financiers de ces instruments. Comme l'a démontré la crise récente, la plupart des maillons de la chaîne de leur fabrication et de vente étaient bien incapables de mettre un prix sur ces instruments ;

- les actifs incorporels acquis par les entreprises. Lors d'une acquisition, l'acheteur doit allouer le prix d'acquisition entre les actifs corporels et incorporels identifiés d'une part et le *goodwill* d'autre part. A l'inverse des outils ou des stocks, la plupart de ces actifs (clientèle, marque, technologie ...) ne peuvent pas être traités sur un marché ;
- les unités génératrices de trésorerie<sup>10</sup> des entreprises dont la valeur recouvrable, en vertu de la norme IAS 36, doit être testée chaque année pour s'assurer qu'elle est supérieure à leur valeur comptable. La valeur recouvrable d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie est « la valeur la plus élevée entre sa juste valeur diminuée des coûts de la vente et sa valeur d'utilité ».

Ce dernier exemple permet d'introduire à côté de la valeur, du prix et de la juste valeur une quatrième conception : la valeur d'utilité. Elle est proche de la valeur *stricto sensu*, car elle est définie comme « la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs susceptibles de découler d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie » du point de vue du management en place. Mais les modalités de mise en œuvre prescrites par les normes sont très éloignées de la pratique des évaluateurs notamment pour la définition des flux de trésorerie à utiliser<sup>11</sup> et dans la prise en compte du risque et de l'impact du financement.

A l'exception des justes valeurs directement issues de marché actif, toutes les autres doivent être calculées sur la base de modèles internes (soit aux courtiers, soit aux entreprises, soit aux experts évaluateurs) qui utilisent certes des *inputs* de marché indirects, comme on le verra dans la suite de cet article, mais dans lesquels il existe une part de subjectivité très importante<sup>12</sup>.

Si la juste valeur a fait une percée considérable dans la comptabilité moderne, elle n'est pas, loin s'en faut, l'unique moyen d'expression des valeurs inscrites au bilan. Les valeurs historiques, courantes ou de réalisation sont encore très largement utilisées dans l'élaboration des comptes et beaucoup d'actifs ne figurent pas au bilan. Cette situation conduit à des bilans hybrides où, par exemple :

- une part importante des actifs incorporels ne sont pas comptabilisés : A la fin de l'année 2007, la valeur de

10 Une unité génératrice de trésorerie est le « plus petit groupe identifiable d'actifs qui génère des entrées de trésorerie largement indépendantes des entrées de trésorerie générées par d'autres actifs ou groupes d'actifs »

11 Pour plus de détails sur ces différences, V. Bruno Husson et Jean-Florent Rérolle, *le Guide de lecture de IAS 36 (chapitre 3)* : Option Finance Hors Série février 2005.

12 L'IASB admet d'ailleurs ce caractère aléatoire des calculs, puisqu'il écrit dans son rapport *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active* : IASB octobre 2008 : « *As a result of applying judgment, two entities might arrive at different estimates of the fair value of the same instrument even though both still meet the objective of fair value* ».

marché des sociétés du CAC 40<sup>13</sup> était composée à 44% d'actifs incorporels non comptabilisés. Malgré la chute des cours, ce pourcentage est encore de 16,3% à la mi-décembre 2008 ;

- les actifs incorporels constituent une partie essentielle des bilans des entreprises : le *goodwill* et les actifs incorporels identifiés s'élevaient pour les mêmes entreprises à près de 22% à la fin de 2007. Cette part pourrait monter à 36,6% avant les provisions que les entreprises seront amenées à faire dans leurs comptes 2008<sup>14</sup> ;
- la part des actifs évalués en juste valeur est très variable selon le type d'entreprise (notamment financière et non financière) et les choix comptables de l'entreprise<sup>15</sup> ;
- les méthodes de détermination de la juste valeur sont également très diverses. Elles peuvent avoir été mises en œuvre par l'entreprise avec tous les risques de biais que cela représente ou bien par un expert indépendant qui offre plus de garantie en la matière ;
- les éléments de passif des entreprises figurent à leur valeur d'entrée dans les comptes sauf si l'entreprise a été intégrée dans un périmètre de consolidation ; pour les entreprises financières, la comptabilisation des actifs en valeur de marché et celle de nombreux passifs en valeur historique introduit une hétérogénéité qui nuit à la transparence et à la gestion du risque ;
- les amortissements et dépréciations passés de manière quelque fois arbitraire par les entreprises ne sont pas forcément liés à la valeur de marché des actifs sur lesquels ils viennent s'imputer ;
- les actifs ou les unités génératrices de trésorerie<sup>16</sup> (UGT) peuvent être évalués sans tenir compte des synergies potentielles ou réelles entre elles. Cette approche segmentée et partielle est aux antipodes du raisonnement des marchés financiers qui cherchent à prendre pleinement en compte cet aspect dans leur évaluation ;
- les entreprises dont la croissance s'est effectuée de manière interne n'ont pas été en mesure d'extérioriser les actifs incorporels qu'elles ont développés ;
- les dépréciations pour perte de valeur imputées sur le *goodwill* sont définitives à l'inverse de celles qui affectent les actifs financiers.

Enfin, il faut rappeler que les contraintes de l'élaboration de l'information financière ne la rendent pas très opérationnelle pour les investisseurs. Certes, les délais de publication ont été considérablement raccourcis. Mais cela n'est pas

13 Par valeur de marché, nous entendons ici valeur d'entreprise (Capitalisation boursière + dette nette).

14 Au 16 décembre 2008, la valeur de marché des entreprises du CAC40 se composait de 47,1% d'actifs corporels, 11,9% d'actifs incorporels identifiés, de 24,7% de goodwill et de 16,3% d'actifs incorporels non comptabilisés.

15 V. page 187 de P.Artus, J-P Betbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, *La crise des subprime* : La Documentation Française 2008.

16 Il faut noter que le découpage des UGT peut être tel que les pertes et profits sont mutualisés ce qui évite de passer une dépréciation.

suffisant pour des marchés qui réagissent quotidiennement, voire à chaque seconde, en fonction des informations disponibles diffusées par la société ou par d'autres vecteurs. Lorsque l'information comptable est enfin diffusée, elle est déjà largement intégrée dans les cours<sup>17</sup>. Par ailleurs, compte tenu de son volume croissant, le temps de « digestion » s'est probablement allongé!

La nature même de l'information comptable et les contraintes de son élaboration constituent donc un obstacle important face à son ambition de traduire fidèlement la situation financière de l'entreprise. Dans le meilleur des cas, elle donne une information fiable sur une situation passée. Son utilité pour une prise de décision actuelle est donc limitée.

Mais il existe un second obstacle, plus déterminant encore : la complexité des mécanismes qui sont à l'œuvre dans l'économie en général et sur les marchés financiers en particulier, complexité qui ne se laisse pas facilement enfermer dans des normes, des standards ou des schémas préétablis.

## Une ambition démesurée

En plaçant la valeur au centre de son raisonnement, le normalisateur comptable accepte l'existence d'une efficacité informationnelle des marchés telle que le cours de bourse reflète fidèlement les performances fondamentales de l'entreprise<sup>18</sup>. Mais à l'occasion de chaque crise économique, cette bijection est sérieusement remise en cause.

Comme l'a dit Christian Noyer, « à bien des égards, la crise actuelle est une crise de valorisation<sup>19</sup> ». La crise de l'évaluation<sup>20</sup> résulte de la complexité croissante des mécanismes de création de valeur, de la dynamique itérative qui existe entre valeur de marché et valeur fondamentale et, enfin, de l'adaptation croissante de nos modèles mentaux au nouveau paradigme de la valeur.

La valeur fondamentale d'une entreprise dépend d'une part de la rentabilité de ses actifs en place et, d'autre part, de la valeur des options de croissance que, par son positionnement ou sa stratégie, l'entreprise peut espérer exercer dans le futur. Pour créer de la valeur, l'entreprise doit créer et maintenir des avantages concurrentiels décisifs, durables et défendables qui lui permettent de dégager une rentabilité de l'actif économique supérieure au coût du capital.

Or, dans une économie globalisée, dématérialisée et organisée en réseaux, les avantages compétitifs sont difficiles à appréhender<sup>21</sup>. Les frontières de l'entreprise deviennent mouvantes et/ou perméables. Il est difficile de distinguer

17 D'autant qu'en vertu de la réglementation boursière, les entreprises sont tenues de révéler au marché toute information susceptible d'affecter leur cours de bourse, notamment l'évolution de leurs performances ou relatif à leur situation financière.

18 V. Christian Walter et Eric Brian, *Critique de la valeur fondamentale* : Springer 2007.

19 V. l'intervention de Christian Noyer, *Leçons de crise. Réflexion d'un banquier central sur certains enjeux de politique comptable*, Rencontre européenne de la profession comptable, 11 décembre 2008.

20 On préfère utiliser le mot « évaluation » plutôt que « valorisation », car évaluer, c'est porter un jugement sur la valeur ou le prix, alors que valoriser, c'est faire prendre de la valeur à quelque chose.

21 V. Jean-Florent Rérolle, *La création de la valeur dans une économie connectée* : Analyse financière septembre 1998. Disponible sur : <http://www.rerolle.eu/category/Publications>.

clairement les avantages ou les coûts économiques que l'on retire ou que l'on supporte à la suite d'une alliance ou d'un accord, parfois très temporaire, avec un partenaire, voire un concurrent. Cette incertitude de l'origine et des bénéficiaires des flux de liquidités futurs est accentuée par la nature incorporelle des actifs utilisés ou de l'offre proposée.

A ces caractéristiques typiques de l'ancienne « Nouvelle Economie » vient s'ajouter l'incertitude de l'évolution du prix des matières premières et de la pérennité des partenaires et sous-traitants qui oblige la plupart des entreprises à repenser complètement leurs modèles de développement dans un contexte où l'internationalisation et les technologies de l'information permettent l'émergence rapide de nouveaux concurrents. Cette configuration compétitive multiplie les opportunités d'avantages compétitifs et les options de croissance future, mais aussi l'incertitude qui pèse sur leur occurrence, leur impact et leur durée. Elle fait des risques systématiques, spécifiques et systémiques, des paramètres essentiels dans la perception que les investisseurs développent quant à la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. L'importance de la transformation justifie que l'on parle d'un nouveau paradigme de la valeur.

Le deuxième facteur de crise résulte de la dynamique itérative qui existe entre valeur de marché et valeur fondamentale. Certes, dans un monde idéal d'efficacité informationnelle des marchés, le cours de bourse devrait être parfaitement aligné avec la valeur fondamentale. Il n'en est rien pour plusieurs raisons :

- le cours de bourse est le résultat d'un processus complexe d'anticipations qui peuvent être en décalage temporaire avec les estimations du management. Il englobe tous les scénarios envisagés par les investisseurs pondérés par leurs probabilités d'occurrence, probabilités qui dépendent des stratégies possibles et du système de gouvernance mis en place par l'entreprise. Les fluctuations boursières sont le reflet de la volatilité des positions compétitives actuelles et potentielles de l'entreprise dans une économie où le hasard devient « sauvage »<sup>22</sup> ;
- il dépend également de la psychologie des marchés. Face à l'incertitude, les investisseurs peuvent développer un comportement mimétique qui va les conduire à regarder davantage ce que font les autres investisseurs plutôt que la réalité de l'entreprise. Après tout, il ne sert à rien d'être le seul à avoir raison face aux marchés : ce comportement mimétique qu'il soit informationnel ou autoréférentiel est finalement assez ... rationnel !
- l'importance de l'environnement dans lequel l'investisseur agit est critique. La volatilité actuelle des marchés est bien illustrée par le syndrome du Millenium Bridge : lors de l'inauguration de ce Pont en 2000, les milliers de piétons présents ont commencé à faire osciller légèrement la structure. De manière naturelle, chaque piéton a adapté sa position au même moment afin de retrouver son équilibre, ce qui a conduit à des oscillations encore plus violentes. L'analogie avec les marchés financiers est claire : le prix d'un actif reflète ses

fondamentaux mais il est aussi une « incitation à l'action »<sup>23</sup> ;

- il existe une boucle de rétroaction entre valeur de marché et valeur fondamentale. Les options de croissance future de l'entreprise représentent une partie importante de sa valeur de marché. Imaginées par les dirigeants, elles sont consacrées financièrement par les investisseurs lorsque ceux-ci les intègrent dans leurs anticipations. Cependant, cette construction peut être anéantie par une chute du cours de bourse : en limitant la capacité future de l'entreprise à financer l'exercice de ces options, les investisseurs eux-mêmes en réduisent la valeur. Cette situation peut naturellement dégenerer et inscrire valeur de marché et valeur fondamentale dans une logique dépressive ;
- enfin, dans certaines situations comme celle que nous connaissons aujourd'hui, la valeur de marché ne reflète plus les anticipations des investisseurs sur la rentabilité et le risque futur, mais le volume de liquidités disponibles des acheteurs potentiels<sup>24</sup>. Cette situation est profondément déstabilisante, car elle conduit à des réactions en chaîne dont on ne mesure encore ni l'ampleur ni les conséquences.

Le troisième facteur de crise est l'inadaptation manifeste des modèles mentaux d'évaluation au nouveau paradigme de la valeur. Les fondements mêmes de nos approches d'évaluation doivent être renouvelés pour mieux appréhender l'« économie des extrêmes »<sup>25</sup>. Nos modèles classiques (comme le MEDAF, le modèle de Black-Scholes ou les approches VaR) reposent sur une hypothèse de normalité selon laquelle 95% des occurrences sont comprises dans un intervalle de plus ou moins deux écarts-types autour de la moyenne. Cette hypothèse permet de simplifier considérablement la mesure du risque.

Mais, l'on sait depuis le début des années 60 que les variations de prix des actions ne suivent pas une distribution normale : les variations mineures sont plus fréquentes que prévues, les variations moyennes le sont moins, et les queues de distributions sont plus épaisses. Un petit nombre de changements expliquent l'essentiel de la performance d'une entreprise : par exemple, si l'on retire les 10 plus mauvaises performances journalières de l'action Alcatel sur la dernière année (soit 4 % des observations) la rentabilité annuelle aurait été de +10,2% et non de -70,2% ! L'extrême volatilité des cours de bourse de ces derniers mois est une illustration supplémentaire de cette situation qui impose une approche renouvelée du traitement du risque dans les évaluations financières.

De ce point de vue, la consécration de la juste valeur dans la comptabilité est plus un facteur sclérosant que revigorant pour la pratique de l'évaluation. Certes, une conception économique de la comptabilité est préférable à une vision purement historique. Mais il est illusoire et dangereux de

23 Plantin, Sapra, Shin, *Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière* : Revue de la stabilité financière octobre 2008.

24 Allen et Carletti, *Market-to-market accounting and liquidity pricing* : Journal of Accounting and Economics 2008.

25 Daniel Zajdenweber, *Economie des extrêmes* : Flammarion 2001.

22 Expression inventée par Benoît Mandelbrot.

figer des approches d'évaluation dont certaines sont, d'ores et déjà, partiellement en décalage avec la logique financière classique<sup>26</sup>.

La crise récente a mis en lumière les difficultés d'évaluation d'un certain nombre d'actifs financiers qui avaient pourtant été construits sur la base de modèles financiers sophistiqués. Les mêmes difficultés ont été constatées pour l'évaluation d'actifs réels plus classiques. La diversité des modèles de développement et la complexité des interactions entre marchés réels et marchés financiers rendent illusoire la fixation d'une approche d'évaluation universellement et continuellement applicable.

## Des normes rigides

Conscients des difficultés potentielles d'application de la juste valeur conçue comme un prix de marché pour un certain nombre d'actifs, les régulateurs ont adopté une gradation dans les approches d'évaluation. La réplification du prix de marché dépend de la disponibilité des informations sur celui-ci. Les normes US GAAP et IFRS ont ainsi défini une hiérarchie de justes valeurs en fonction des *inputs* utilisés dans son calcul et du type d'actifs concernés.

Les cinq niveaux prévus par les IFRS dans la norme IAS 39 pour les actifs financiers devraient rapidement se fondre dans la hiérarchie à trois niveaux utilisés par SFAS 157 :

- Les *inputs* de niveau 1 sont les prix sur un marché actif et organisé pour des actifs ou des passifs identiques à ceux que l'on veut évaluer et auquel l'entreprise pourrait avoir accès le jour de l'évaluation. C'est l'approche considérée comme la plus fiable par les régulateurs.
- Les *inputs* de niveau 2 sont les données de marché (autres que les prix du niveau 1) observables pour l'actif ou le passif, directement ou indirectement. Il s'agit du prix d'actifs ou de passifs similaires que le marché soit actif ou inactif, de données financières utilisables pour l'évaluation de l'actif (taux d'intérêt, volatilités, notation, taux de défaut, multiples ...). Ces données peuvent être ajustées dans une certaine mesure pour être appliquées à l'actif ou au passif à évaluer. Tout ajustement significatif peut faire entrer l'*input* dans la troisième catégorie.
- Les *inputs* de niveau 3 sont ceux que l'on ne peut pas observer. Cependant, l'objectif de juste valeur demeure : il s'agit de trouver le prix de sortie hypothétique de marché. Les données de niveau 3 doivent refléter les hypothèses faites par le management de l'entreprise sur celles que les participants au marché utiliseraient pour évaluer l'actif ou le passif.

La première catégorie est qualifiée de *marked-to-market* et les deux autres de *marked-to-model*.

Pour les actifs non financiers, l'approche IFRS est différente. La norme IAS 36 distingue trois niveaux :

- le prix figurant dans un accord de vente irrévocable ;

– s'il n'existe pas d'accord irrévocable, le prix de marché de l'actif diminué des coûts de sortie ;

– s'il n'existe ni accord de vente ni marché actif, il convient de retenir la « meilleure information disponible pour refléter le montant, net des coûts de sortie, qu'une entité pourrait obtenir, à la date de clôture, pour la sortie de l'actif lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes ». La norme précise que dans ce cas là, il convient de prendre en considération les prix de transaction observés sur des actifs similaires dans le même secteur.

Malgré leur grande logique, ces définitions soulèvent des problèmes redoutables pour le praticien soucieux de coller à la réalité financière.

Recourir à un *input* de niveau 1 suppose que le marché soit suffisamment liquide et profond. Déjà, dans des circonstances normales, il n'est pas évident que l'on puisse céder facilement des blocs importants sur un marché organisé sans déstabiliser le cours. Par ailleurs, comme on l'a vu plus haut, un prix de marché reflète les fondamentaux de l'entreprise, mais aussi l'impact de l'environnement financier et les comportements des investisseurs. La rigueur professionnelle devrait conduire à ne pas prendre un cours coté sans avoir examiné s'il reflète véritablement les fondamentaux économiques de l'actif ou du passif.

Lorsque les marchés pertinents ne sont pas organisés, il est indispensable d'analyser finement les hypothèses implicites des cours ou des indications données par les courtiers pour déterminer dans quelle mesure l'*input* est utilisable ou doit être ajusté (ajustement qui conduirait probablement à le classer en catégorie 2).

Compte tenu de ces difficultés, l'évaluateur est fréquemment conduit à utiliser une approche *marked-to-model* en essayant de l'alimenter le plus possible de données de marché. Cependant, la sensibilité des résultats aux paramètres est telle que la manipulation est toujours possible. Indépendamment de toute intention frauduleuse, il faut reconnaître que, lorsqu'ils ne sont pas mis en œuvre de manière indépendante, ces modèles sont susceptibles de comporter des biais importants qui affectent les résultats de la juste valeur.

Pour ce qui concerne les actifs non financiers concernés par la juste valeur, il est rare d'avoir une unité génératrice de trésorerie cotée. La plupart du temps, l'entreprise sera conduite à recourir à la troisième voie qui semble indiquer une préférence très nette pour une méthode reposant sur des comparaisons avec des entreprises similaires. Cette méthode des comparables est très répandue dans la pratique, car elle est considérée comme la plus simple à mettre en œuvre. Pour autant, elle présente des vices cachés importants et son utilisation est en réalité d'une très grande complexité<sup>27</sup>.

Beaucoup de praticiens hésitent à recourir à une actualisation de flux de trésorerie disponibles, car celle-ci semblait redondante ou contradictoire avec celle décrite dans le calcul de la valeur d'utilité. Cependant, dans la pratique, de nombreuses entreprises utilisent cette approche qui est

26 V. Idier, Jardet, Le Fol, Monfort, Pegoraro, *La prise en compte des événements extrêmes pour la valorisation d'options européennes* : Revue de stabilité financière octobre 2008.

27 V. Jean-Florent Rérolle, *Les multiples : méthode d'évaluation ou de décryptage ?* : Les Echos, 17 novembre 2005. Disponible sur : <http://www.rerolle.eu/category/Publications>.

cohérente avec la pensée financière conventionnelle : il existe, en effet, un consensus sur le fait que la valeur de tout actif est égale à la somme de ses flux de liquidités futurs disponibles, actualisés à un taux reflétant l'exigence de rentabilité des investisseurs (qui est elle-même fonction du risque systématique de l'actif).

Outre que cette méthode est apparemment contraire aux normes en vigueur<sup>28</sup>, sa mise en œuvre est particulièrement délicate, car elle exige d'utiliser des flux construits sur la base des hypothèses qu'utiliseraient les participants de marché. Si les hypothèses du management (le plan d'affaires de la société) sont utilisées, elles doivent être corroborées par des observations de marché (comme les prévisions des analystes ou des études sectorielles). Les praticiens ajoutaient que « dans l'impossibilité d'obtenir des éléments probants permettant de conclure au caractère raisonnable des hypothèses de marché retenues, la juste valeur diminuée des coûts de la vente ne peut être déterminée de façon fiable et, dans ce cas, la valeur recouvrable ne peut correspondre qu'à la valeur d'utilité, déterminée dans les conditions prévues par IAS 36 »<sup>29</sup>.

Cette évaluation *market-to-model* en utilisant, autant que faire se peut, des hypothèses de marché est en pratique assez irréaliste. Les études d'analystes n'ont généralement pas une granularité satisfaisante ni dans les projections financières ni dans la segmentation des activités de l'entreprise. A supposer même qu'elles existent, il faudrait démontrer que la vision du ou des analystes utilisés est représentative des « participants de marché ». Non seulement le décalage qui persiste habituellement entre le prix de marché et les anticipations des analystes permet d'en douter, mais les études cognitives montrent que dans les situations de probabilité où le nombre de degrés de liberté est important (comme le marché financier ou l'économie), la collectivité est meilleure que l'expert pour faire des prévisions<sup>30</sup>.

On voit donc que, même dans des circonstances normales de marché, l'application de la juste valeur ne va pas de soi, qu'elle soit effectuée dans une approche *marked-to-market* ou *market-to-model*. Malgré les difficultés pratiques voire logiques d'intégrer autant que possible des hypothèses de marché, les régulateurs et les auditeurs se sont souvent montrés très exigeants avec les entreprises.

## Une réglementation en voie d'assouplissement

Cette position était difficilement tenable dans les circonstances actuelles et, depuis le mois de septembre dernier, un certain nombre de positions ou de recommandations officielles sont venues adoucir la rigueur de la formulation des normes comptables pour leur donner une interprétation plus conforme à la réalité financière.

La loi EESA<sup>31</sup> du 3 octobre 2008 permet à la SEC de suspendre l'application de SFAS 157 pour toute entreprise

28 On verra dans la suite de cet article que cette règle va changer.

29 V. ASTCF, *Dépréciation d'actifs, précision sur la juste valeur diminuée des coûts des ventes* : Cahiers de l'Académie, mars 2007.

30 V. M. Mauboussin, *More than you know (chapitre 6 : Are you an expert ? Experts and markets)* : Columbia Business School Publishing 2008.

31 *Emergency Economic Stabilization Act*.

ou pour toute classe d'actif. La SEC n'a pas utilisé cette possibilité. Elle a préféré se joindre au FASB en publiant le 30 septembre 2008 une note commune suivie le 10 octobre d'un amendement à la norme SFAS 157<sup>32</sup> qui traite de la détermination de la juste valeur d'un actif financier dont le marché ne fonctionne plus.

Le 12 octobre 2008, les dirigeants réunis au sommet des Etats de la zone euro ont recommandé une approche coordonnée visant à « assurer assez de flexibilité dans la mise en œuvre des règles comptables ». Ils ont notamment souligné que les entreprises et les banques devaient pouvoir comptabiliser leurs actifs « en prenant en compte leurs modèles d'appréciation des risques de défaillance de préférence aux valeurs de marché immédiates qui ne sont plus pertinentes dans des marchés qui ne fonctionnent plus ».

Le 13 octobre, l'IASB a adopté une révision de la norme IAS39 en vue de permettre le transfert de certains instruments de taux valorisés au prix de marché à des portefeuilles dits « bancaires » valorisés au coût historique amorti, faculté qui était déjà ouverte, mais de manière exceptionnelle aux établissements américains<sup>33</sup>.

Les 2, 3 et 14 octobre, l'IASB a publié des communiqués indiquant que les positions prises par les autorités américaines étaient cohérentes avec IAS39. Ces communications ont été suivies par un document d'un panel d'experts intitulé « *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active* » et un commentaire du *staff* de l'IASB.

Toutes les recommandations convergent vers quelques principes de bon sens :

- l'objectif de la juste valeur est toujours de déterminer le prix résultant d'une transaction organisée (*orderly transaction*). Mais une vente forcée ne peut pas être considérée comme une transaction organisée, car les participants ne sont pas consentants et l'exposition aux forces du marché n'a pas été suffisante pour la découverte du prix. Elle ne peut donc servir de référence au calcul de la juste valeur ;
- il faut prendre en considération toute l'information du marché utilisable. Si l'on met en œuvre une technique d'évaluation, il faut s'efforcer d'utiliser un maximum d'*inputs* de marché et minimiser le nombre d'*inputs* non observables ;
- si le marché est inactif, les prix de transaction peuvent servir d'*input* pour la juste valeur, mais ils ne sont pas déterminants. Ils peuvent être ajustés significativement ;
- la détermination du caractère inactif d'un marché (déclin significatif des volumes ou des transactions, volatilité importante des prix disponibles, prix non courants) requiert un certain discernement. Un marché actif est celui sur lequel des transactions sont effectuées régulièrement par des parties indépendantes. Là encore, la détermination du caractère régulier des transactions nécessite du discernement ;

32 V. *FASB Staff position, SP FASB157-d*.

33 V. à ce sujet le commentaire de Laurent Flallo, *Petits arrangements entre amis avec la comptabilité* : Les Echos du 12 novembre 2008.

- quand il n'existe pas de données de marché observables ou exploitables, la juste valeur est déterminée par l'utilisation de techniques d'évaluation utilisant essentiellement les hypothèses internes du management sur les flux de liquidités disponibles futurs et les taux d'actualisation. Il ne faut cependant pas ignorer les informations éventuellement disponibles et l'analyse doit refléter les ajustements qu'un participant de marché ferait pour tenir compte des risques de contrepartie, de liquidité ou de modèle ;
- cependant, dans certains cas, les régulateurs reconnaissent que « *using unobservable inputs might be more appropriate than using observable inputs*<sup>34</sup> » (!) en particulier lorsque les données observables doivent être ajustées de manière trop significative ;
- l'utilisation de cotations des courtiers doit être faite avec précaution, car lorsque les marchés sont inactifs, ces intermédiaires se reposent sur des modèles dont les *inputs* sont uniquement connus d'eux-mêmes.

Ces modifications ne concernent que les actifs financiers. Preuve que la perspective est en train de changer, les règles concernant les actifs non financiers connaissent, elles aussi, une évolution vers plus de réalisme financier. En mai 2008, l'IASB a publié une proposition d'amendement de la norme IAS36 qui revient implicitement à admettre que la juste valeur diminuée des coûts de cession puisse être calculée par une méthode d'actualisation de flux de liquidités futurs.

Enfin, l'insistance des régulateurs sur la nécessité d'améliorer la transparence sur la juste valeur est probablement l'aspect le plus essentiel pour renouveler un débat dont la vigueur est, du point de vue de la théorie des marchés financiers, quelque peu exagérée. En effet, les investisseurs retraitent en permanence toute l'information disponible en fonction de leur besoins. Peu importe que cette information soit prédigée par l'entreprise et encadrée par la réglementation comptable. Le marché a moins besoin de normes que de transparence.

Les investisseurs ne se font pas d'illusions sur la solidité des justes valeurs publiées par les entreprises. Pour le pratiquer eux-mêmes, ils savent que le processus d'évaluation est très subjectif. Lorsque l'entreprise procède à l'évaluation de ses actifs, elle porte un jugement sur un grand nombre de paramètres. Il s'agit d'une simple opinion, certainement mieux informée que la plupart des intervenants, mais qui reste fragile et qui sera probablement démentie dans le futur.

Le vrai problème de l'investisseur est celui de l'asymétrie d'information avec le management de l'entreprise. De ce point de vue, l'utilisation des approches *marked-to-model* qui doit, en vertu des normes comptables, s'accompagner d'une transparence<sup>35</sup> supplémentaire est plus utile à l'investisseur que la publication d'un cours que ce dernier connaît déjà (et qui est obsolète depuis des mois).

C'est ainsi que les entreprises qui utilisent la méthode des flux de liquidités disponibles doivent :

- décrire chaque hypothèse clé à laquelle la juste valeur est la plus sensible ;
- décrire l'approche qui a été suivie par le management pour déterminer les valeurs attribuées aux hypothèses clés et leur degré de cohérence avec le passé et, le cas échéant, avec des sources externes d'information ;
- donner une justification de la période de projection retenue ;
- indiquer le taux de croissance à l'infini utilisé pour la valeur terminale et justifier un taux supérieur à la croissance à long terme du produit, de l'industrie ou du pays
- présenter le ou les taux d'actualisation utilisés pour les projections.

Correctement présentées dans l'annexe aux comptes qui, il faut le rappeler en fait partie intégrante, ces informations (plus que la valeur qui est retenue) donnent des indications précieuses aux investisseurs et aux analystes sur les anticipations du management. Elles sont également révélatrices du degré de sophistication actionnariale de ce dernier et, à ce titre, peuvent susciter la confiance ou, au contraire, inciter à la méfiance.

Ces informations constituent la première pierre d'un édifice plus complexe que les entreprises peuvent mettre en place grâce à la juste valeur : la mise au point d'un véritable dialogue avec les investisseurs et une gestion plus fine de leurs risques et de leur création de valeur<sup>36</sup>.

## Conclusion

On peut aisément comprendre le souci des régulateurs comptables de définir des normes précises afin d'assurer la qualité de l'élaboration des comptes. En injectant la juste valeur au cœur du système, il était logique qu'ils se prononcent sur la manière de la déterminer. Mais il semble que les recommandations formulées l'ont été sans une implication forte d'évaluateurs financiers.

Même si elles sont intervenues dans l'urgence, les récentes modifications vont dans le bon sens. On peut penser que l'heure du réalisme financier a sonné. Il convient désormais de s'assurer que les organismes régulateurs ou normalisateurs s'appuieront davantage sur les évaluateurs, lorsqu'ils se prononceront sur les questions d'évaluation.

C'est dans cette perspective qu'il faut saluer la récente restructuration de l'*International Valuation Standard Board*<sup>37</sup>. En adoptant un modèle d'organisation similaire à celui de l'IASB, l'IVSB se positionne pour être l'interlocuteur incontournable dans toutes les discussions internationales relatives à l'évaluation. Il permettra aux évaluateurs de prendre une place plus importante dans la révision des normes futures et de contribuer ainsi à l'édiction de principes plus réalistes en matière de juste valeur. ■

34 V. IASB Staff Summary, *Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active* : IASB octobre 2008.

35 V. François Meunier, *les IFRS dans la tourmente des marchés* : conférence SFEV le 25 septembre 2008.

36 V. sur ce sujet Jean-Florent Rérolle et Christian Walter, *Pour une réhabilitation de l'évaluation financière* : *Revue Banque* septembre 2008. Disponible sur : <http://www.rerolle.eu/category/Publications>.

37 V. le site internet de l'IVSC : <http://www.ivsc.org/index.html>. L'auteur de cet article est également membre du Professional Board de l'IVSC.