

---

2007

décembre

---

LES CAHIERS DU  
CENTRE

*Numéro 1*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue éditée par le CPF  
(Centre des Professions Financières)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris  
Tél : 01 44 94 025 55  
Fax : 01 44 94 02 62  
www.professionsfinancieres.com

### Directeur de la publication

Céline VIALA

### Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL  
Henry RAYMOND  
Edouard SALUSTRO

### Rédacteur en chef

Matthieu CARTERET

### Secrétaire de la rédaction

Claudia MARIN

## EDITORIAL

Edmond ALPHANDERY..... page 3

## AVANT PROPOS

## BOURSE

### Le non-coté et les opérations boursières

Jean-Jacques PERQUEL..... page 4

### Les Hedge Funds

Serge DAROLLES et Thierry BECHU..... page 12

## RÉGULATION

### La directive MIF

Jean-Pierre BORNET..... page 18

## NORMES COMPTABLES

### L'impact des nouvelles normes comptables

Edouard SALUSTRO..... page 24

## MOT DE LA RÉDACTION :

*Les Cahiers du Centre ont pour objectif de promouvoir et de valoriser la contribution des membres du Centre des Professions Financières et de ses groupes de travail. Chacun, quel que soit son domaine de compétence, est encouragé à soumettre un article de fond ou d'actualité sur des thématiques financières au sens large. Que vous soyez simple observateur ou expert d'un domaine particulier, praticien, doctorant ou chercheur, profitez de cette tribune d'expression, que le Centre met à votre disposition, afin de nous faire partager vos recherches, vos analyses ou vos idées.*

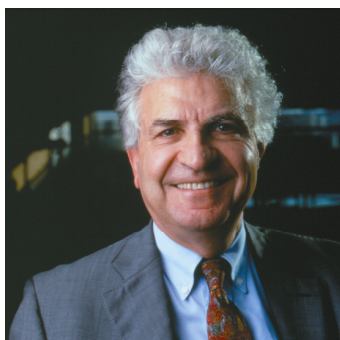
*Cette revue vise à rassembler la Communauté des Professions Financières, par delà la variété de nos domaines d'expertises, afin d'approfondir nos connaissances ou d'explorer des champs qui nous étaient jusqu'alors peu familiers et ce afin d'améliorer la compréhension des mécanismes financiers ou organisationnels qui nous entourent.*

*En espérant vous compter prochainement parmi les contributeurs de cette nouvelle revue de qualité,*

*Bien cordialement,*

*Céline VIALA*

## Editorial



**Edmond ALPHANDERY**, Président de CNP Assurances depuis 1998. Auparavant, il a exercé les fonctions de Président d'Electricité de France. Entre 1993 et 1995, il a été Ministre de l'Economie dans le gouvernement d'Edouard Balladur, période durant laquelle il a notamment conduit de nombreuses privatisations (BNP, Elf et Renault) et a mené à bien l'indépendance de la Banque de France. M. Alphantery est diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris et docteur d'Etat en sciences économiques. Après avoir passé le concours d'agrégation d'Economie politique en 1971, il commence une carrière universitaire à l'Université de Nantes. Il a occupé entre 1974 et 1992 une chaire d'Economie politique à l'université de Paris II. Ancien membre du Comité Consultatif de R.W.E. AG, M. Alphantery est membre des Conseils d'Administration de CALYON (Groupe du Crédit Agricole), SUEZ et ICADE. Il est également membre du « European Advisory Board » de Lehman Brothers. Il est Président du Centre des Professions Financières, participe au Comité Consultatif de la Banque de France et fait partie de la section française de la Commission Trilatérale. Il est l'auteur de nombreux livres et articles sur les affaires économiques et monétaires et également le Président fondateur de l'Euro50 Group, qui rassemble des personnalités européennes concernées par les questions soulevées par l'apparition de l'Euro.

Chers membres, et amis lecteurs,

La grande qualité des articles et des contributions issus des Groupes de travail actifs au sein du Centre des Professions Financières nous ont incités à créer une nouvelle publication *Les Cahiers du Centre* qu'il m'est agréable de vous présenter à l'occasion de ce premier numéro.

Cette publication a pour vocation, à l'occasion de trois numéros par an, à rassembler le fruit des réflexions des Commissions et des Clubs du Centre des Professions Financières, afin de les rendre accessibles à tous les membres de notre association. Il nous semblait en effet regrettable que les travaux et les réflexions des uns et des autres ne puissent trouver un écho au-delà des nombreux groupes de travail existants.

*Les Cahiers du Centre* ne visent pas à retracer l'actualité et les grands événements de l'année, mais plutôt à réunir et ordonner des articles autour de thèmes divers, tels le fonctionnement des Bourses, la régulation, les normes comptables, l'assurance...

*Les Cahiers du Centre* s'inscrivent ainsi dans la continuité de notre revue *L'Année des Professions Financières*, dont le prochain exemplaire paraîtra en avril 2008. Ils participent donc, aux côtés des nombreuses activités et publications du Centre, à notre projet didactique et pédagogique de *Comprendre et Faire comprendre les professions financières*.

Ces cahiers se veulent un vecteur d'échange et de dialogue entre les membres du Centre et des Clubs. Je vous invite donc à enrichir ces cahiers, « vos cahiers », en adressant vos réflexions et vos articles au Comité de rédaction que je remercie ici pour son initiative. L'équipe du Centre se tient à votre disposition et à votre écoute.

Bonne lecture.

## *Le non-coté et les opérations boursières de blocs structurants*



**Jean-Jacques PERQUEL**, Agent de change, Etudes : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. Dipl. : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. Carr. : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Agguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). Œuvres : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). Décor.: Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée.

La Bourse joue essentiellement trois rôles. Elle permet au public de gérer son épargne, aux entreprises de trouver des fonds et de faire des opérations financières (fusions, prises de contrôle ou de participations). Mais la lourdeur de la réglementation incite les opérateurs à chercher des solutions moins onéreuses et moins contrôlées d'où la vogue des opérations sur titre non-cotés. Ces derniers se classent en capital développement et en capital transmission. Le capital développement est lui-même divisé en capital d'amorçage, capital risque et en capital développement proprement dit. Comme ces trois formes de titres présentent de forts risques, elles ne sont en général pas offertes au public et concernent essentiellement des titres non-cotés. Elles sortent ainsi du cadre de notre étude.

Par contre, ce que nous avons appelé le capital transmission représente le corps de notre sujet et il a pris un développement remarquable depuis les années 80, caractérisé à cette date par le développement des conglomérats en particulier à l'aide de raids célèbres qui ont donné lieu à un livre historique : *Barbarians at the gate* (reprise de Reynolds Tobacco par le conglomérat KKR). Depuis 1980, les métiers sur titres non-cotés et sur blocs importants de titres cotés se sont spécialisés en fonction du type de risque désiré. Certains conglomérats dont certains ont fait des développements remarquables, General Electric, Berkshire Hathaway, et quelquefois des catastrophes, Tyco, Enron, Vivendi Universal. Ces sociétés absorbent des entreprises pour assurer le développement de la société-mère, la conservation des titres achetés est donc en principe durable. Les sociétés de capital investissement (Private Equity) ont principalement pour but de racheter temporairement des entreprises, de les développer et de les revendre. La durée moyenne de conservation des titres était autrefois d'environ cinq ans, elle tend à se réduire à deux ans. Enfin, les sociétés de placements alternatifs (hedge funds) cherchent à profiter d'anomalies du marché, elles opèrent donc en général à très court terme. Bien qu'elles ne gèrent que mille milliards de dollars, à comparer aux huit mille milliards des fonds de pension, elles ont un rôle très important sur la Bourse (grâce à leur forte mobilité et à un effet de levier d'environ quatre fois). Ainsi, elles font près de 50% de l'activité des bourses américaines. Mais ce schéma n'est pas absolu comme nous le verrons, ces trois types d'entreprises s'interpénètrent souvent. Ainsi pour analyser ces types d'opérations, il nous faut étudier la cause de ce développement, le rôle des opérateurs et de leurs financiers.

### **1. La lourdeur administrative**

Le développement de l'esprit de précaution devient dramatique. Chaque escroquerie provoque de nouvelles mesures en général inefficaces mais en tous cas très coûteuses, car dans ce domaine de lutte contre la fraude on a toujours une guerre de retard. La loi française avait déjà multiplié dans les entreprises cotées une réglementation efficace. Depuis plus de dix ans, on interdit de traiter des titres

pour compte d'autrui de façon totalement anonyme ou de prêter des fonds à un débiteur sur produits dérivés alors que ces pratiques sont acceptées sans enthousiasme dans le monde entier. Mais maintenant au système français, on rajoute par esprit d'imitation des extraits de la nouvelle réglementation américaine (Loi Sarbanes-Oxley) érigée à la suite des nombreux scandales dans un pays où les réglementations étaient fondamentalement laxistes.

### *Trois exemples :*

Les commissaires aux comptes américains sont nommés pour un an et n'ont pas de responsabilités (lors de l'affaire Enron, la société d'audit Arthur Andersen a été disculpée de fraude car le procureur n'a pas pu prouver qu'il y avait intention de délit lorsqu'elle a détruit les pièces à conviction de la société Enron). Ainsi a-t-on créé une commission, dans le cadre de la SEC, pour contrôler les commissaires aux comptes. En France, les deux commissaires sont nommés pour cinq ans, inamovibles pendant cette période et responsables pénalement des délits dont ils pourraient avoir connaissance et dont ils ne « parleraient pas » au Procureur de la République. La loi de sécurité financière a créé à l'instar de l'Amérique un « Haut Conseil » chargé de contrôler les commissaires aux comptes. Bien plus, si les sociétés de contrôle des divers types d'assurances et de mutuelles se sentent insatisfaites du travail des deux commissaires aux comptes elles peuvent exiger la nomination d'un troisième commissaire désigné par le tribunal.

Le coût des introductions en Bourse de Paris est très élevé. Les possibilités de placement dans le grand public sont faibles. En 15 ans, la part des titres détenus en direct par les ménages français est tombée de 35% à 6%. Car les banques préfèrent placer du papier en grosse quantité plutôt que par petites quotités dans le public pour diminuer les frais de placement. Les entreprises ont tendance à pratiquer la même politique pour réduire les frais de comptes nominatifs et leurs risques de ne pouvoir suivre le comportement de leur actionnariat, même s'il s'agit d'une politique à courte vue, car la détention des titres par des institutionnels a un caractère très précaire. Une étude publiée il y a une dizaine d'années a montré que la conservation de titres par le public est en moyenne de 4 ans, celle des institutionnels de moins de huit mois.

Par ailleurs, les entreprises petites et moyennes (même celles d'avenir) subissent un débours annuel important pour accomplir les obligations juridiques des entreprises cotées et un coût annuel de cotation. Elles ont du mal à avoir des marchés corrects car la plupart des institutionnels ne peut faire étudier par des analystes des valeurs à trop faible liquidité. De là, des déceptions sauf pour des opérations ponctuelles de reclassement de titres. Elles sont alors tentées de se retirer de la cote. Business Week du 24 mai 2004 montre que les petites sociétés US ne peuvent plus faire face à la montée des frais, tandis que les sociétés de Private Equity trouvent facilement des fonds grâce à leur forte rentabilité et cela incite les institutionnels à accepter dans leur portefeuille des titres de sociétés non-cotées et même de société de Private Equity. A titre d'exemple un peu caricatural, en 2002, année de bourse essentiellement mauvaise à la suite du krach en 2000 des sociétés informatiques, les placements en bourse (augmentation de capital et introduction) ont représenté 0,6 million d'euros tandis que les placements nets de titres non-cotés ont été de 6 milliards.

## **2. Les opérateurs**

On distingue trois types d'opérateurs :

1. Ceux qui aident toutes opérations sur titres non-cotés : avocats, banques-conseil, sociétés spécialisées dans la préparation de LBO, etc...

2. Les opérateurs proprement dits : conglomérats, sociétés de capital investissement, hedge funds. Mais cette distinction n'a pas spécialement de sens car de plus en plus la concurrence étant plus âpre, chacun sort de la sphère théorique où il était cantonné pour se mêler aux autres opérateurs. Ainsi des sociétés de Private Equity comme Bain Capital, Carlyle, Blackstone lancent leur propre hedge fund. Des hedge funds prennent des contrôles d'entreprises comme Pershing Square qui a pris pour deux millions de dollars une participation de 4,9 % dans McDonald. Des hedge funds comme Biddle Purple, se battent contre un consortium de Private Equity dont KKR, Blackstone. Autre exemple, pour conquérir la société hollandaise d'adresses téléphoniques, Yellow Brock Road YBR, on a vu en concurrence trois groupes de sociétés où se mélangent des hedge funds, des banques, des sociétés de capital investissement, etc... Les opérations principales portent sur différents types d'opérations à levier ; leverage buy out LBO, management buy out MBO, etc... Dans tous les cas, l'acheteur ne paie qu'une part mineure de l'opération pour souscrire la totalité du capital et laisse le reste de l'opération sous forme de différents types d'emprunts (obligations convertibles, mezzanines, dettes bancaires seniors, crédits vendeurs, avances de trésorerie, etc...) à la charge de la société cible. Celle-ci doit à la fois payer les intérêts des dettes, assurer leur remboursement, rémunérer le capital, tout cela dans les 4 ou 5 ans nécessaires à la bonne fin de l'opération. Les exemples favorables abondent. Apax a réussi son entrée dans la chaîne de parfums Sephora, faisant passer le chiffre d'affaires de 38 à 183 millions. La même société de capital investissement a développé les points de vente d'Alain Afflelou en 5 ans de 450 à 700, la croissance rapide des bénéficiaires lui permettant de s'offrir Carrefour Optique. Terreal racheté à Saint-Gobain par Eurazeo et Carlyle a en 18 mois augmenté sa rentabilité de 30%. La rentabilité des LBO est forte. Entre 1998 et 2003, le taux de rendements internes TRI est de 10% pour les opérations sur titres non-cotés alors qu'à l'intérieur de ce groupe, les LBO ont rapporté annuellement 19,4%. Malheureusement, la concurrence pour assurer à leurs actionnaires une forte rentabilité incite à multiplier les opérations de LBO sur une même société, rendant l'endettement insupportable surtout si la croissance espérée n'est pas au rendez-vous. Aussi les sociétés acheteuses ont tendance à diminuer leur durée de détention d'une société à se les échanger. Terreal a été revendu au bout de deux ans à LBO France alors que la dette précédente n'avait pas été encore totalement éteinte. Enjeux Les Echos de janvier 2006 cite le cas de l'équipementier de bateau Navimo qui a fait l'objet de trois LBO. En 1997, 3i et Barclays ont accompagné le Président pour racheter Navimo au groupe américain Johnson Worldwide Associates. La valeur de la société a doublé passé de 13 à 26 millions d'euros lorsqu'en 1999 un nouvel LBO a lieu avec Bridgepoint au prix de 120 millions en 2004, il semble que la société ait une telle croissance qu'elle puisse peut-être être capable de faire face à cette troisième LBO. Mais le risque de surendettement des entreprises existe donc, aussi les faillites sont-elles malheureusement assez nombreuses.

Une difficulté complémentaire existe : celle de pratiquer une évaluation convenable des actifs tant pour connaître la valeur des sociétés rachetées que pour déterminer celle des sociétés holdings. On tourne en général cette difficulté en fixant dans les statuts les conditions de calcul envisagées et en les faisant accepter par les commissaires aux comptes. En France, l'AFIC, Association française des Investisseurs en Capital, a fixé les principes qui s'appliquent à tout gestionnaire en capital, en publiant avec l'EVCA européenne et la BVCA anglaise un document intitulé : « Valuation guideline for Private Equity and Venture Capital ».



Trois remarques doivent être faites :

La concurrence est de plus en plus dure. Ainsi Volkswagen cherche à revendre Europcar. 7 groupes concurrents sont intéressés. Les institutionnels français hésitent malgré la forte rentabilité des LBO à placer de l'argent dans le Capital Investissement. Une étude du BIPE, Bureau d'Information et de Prévision Economique indique que 48% des institutionnels interrogés représentant 27% des actifs financiers français (1.200 milliards d'euros) refusent d'investir en Private Equity. Le BIPE ajoute que seul 0,5 % des actifs gérés ont été placés en titres non-cotés et que le taux moyen des placements des compagnies d'assurances est de l'ordre de 1,5% de leurs actifs, les caisses de retraites AGIRC-ARRCO moins de 0,3%, etc...

La plupart des fonds sont étrangers. Par exemple, les Bourses Euronext et Deutsche Börse DB ont des actionnaires étrangers importants comme le Children Investment Fund TCI qui a stoppé l'offre de rachat du London Stock Exchange par la DB. Ceux-ci menacent d'en faire autant à Euronext.

Cela n'empêche pas quelques scandales comme en 2005, l'affaire Bayou qui a réussi à publier des évaluations fictives ou également la même année, la Wood River Capital Management qui a été ruinée par l'achat d'une société de la Silicon Valley qui a déposé son bilan. Cette société avait placé dans cette spéculation une grande partie de son capital. Ainsi, la liberté absolue de gestion des sociétés financières traitant des titres non-cotés entraîne des risques importants pour ses actionnaires. De là, une forte tendance des pouvoirs politiques à vouloir créer des contrôles à l'instar de ceux qui existent sur le marché des titres cotés.

Comme le fait remarquer le Président sortant de la FED, Alan Greenspan, cela pourrait entraîner une perte de dynamisme pour les systèmes financiers des pays occidentaux. Il faudrait conserver la solution actuelle qui consiste à limiter le placement de tels titres auprès d'investisseurs avertis (soit par l'ampleur de leur fortune, soit par des systèmes de répartition des risques de style Fonds de Fonds) et ne pas multiplier les réglementations sclérosantes.

Par contre, à la demande du Ministre de l'Economie, la Fédération française des Assurances (FFSA) et la GEMA se sont engagées à investir 6 milliards d'Euros supplémentaires en titres non-cotés d'ici 2007.

## ***2 Bis. Opérations synthétiques***

On peut rajouter les opérations synthétiques. Le cas le plus classique est celui des options sur titres non émises par les sociétés concernées. Ces titres servent à des émetteurs financiers à créer des obligations convertibles dont le bon de souscription est inventé, bien qu'en général il puisse correspondre à ces titres détenus en portefeuille par l'émetteur. On peut également le faire à partir de CDO (Collateralized debt obligation) de sociétés. Ces mesures permettent des emplois pour des sociétés de private equity avec une rentabilité d'autant plus forte que les entreprises concernées sont plus petites et leur évaluation (ou leur cours si elles sont cotées) plus volatile.

## ***3. Le financement***

A côté des entreprises qui assurent la gestion des sociétés cibles, on trouve les banques et d'autres organismes qui fournissent les fonds complémentaires des opérations ou qui interviennent comme détenteurs finaux de participations dans les sociétés acheteuses ou cibles. Une étude du magazine Dealogic d'octobre 2005 révèle que six des dix principaux clients des banques d'investissement US sont des fonds de Private Equity.

Cela nous oblige à distinguer les fonds prêtés et ceux qui sont réellement investis, même si parfois des intermédiaires pratiquent les deux politiques.

En premier, il faut citer les banques qui fournissent les crédits : obligations convertibles, crédits Seniors, Mezzanines de toutes espèces, dettes bancaires, crédits vendeurs, trésorerie. Ensuite, on retrouve des types d'opérateurs intéressés à des prises de participations tant en titres cotés que non-cotés, soit parce qu'ils regroupent des investisseurs pour mieux répartir les risques (OPCVM), soit qu'ils utilisent la Bourse pour protéger et dynamiser leur épargne (assureurs, building societies anglaises, fonds de pension, etc...).

Ainsi dans le domaine du Private Equity, on trouve des fonds de fonds et des institutions qui vont acheter des parts de sociétés de Private Equity (et même souvent des obligations convertibles ou Seniors).

Les fonds de fonds qui se développent posent peu de problèmes, la répartition des risques protège les actionnaires mais de toute façon ceux-ci sont prévenus qu'en contrepartie d'une rentabilité un peu meilleure que celle des OPCVM ordinaires, le risque est plus fort que pour ces derniers.

#### ***4. L'évolution actuelle***

Ainsi, les bourses subissent une triple pression :

1. Celle des pouvoirs publics qui à chaque scandale augmentent les règles de précaution rendant les introductions et les cotations plus contraignantes donc plus coûteuses. Cela incite les entreprises à éviter de se faire coter ou même à se retirer de bourses trop coûteuses, soit totalement, soit vers des bourses à la fois liquides et moins contraignantes (Londres par rapport à New-York), soit enfin de limiter les cotations à leur bourse d'origine (ex : sociétés étrangères quittant la Bourse de Paris).

2. Celle de Bruxelles qui par la directive MIF incite les banques à pratiquer l'internalisation des ordres avec sous la pression française l'obligation de mettre sur le marché les ordres limités à des limites non faisables. Mais elle se combine avec la règle « last execution » qui permet des opérations hors cours classique lorsque les conditions ne sont pas favorables à une contrepartie suffisante aux cours du marché. Enfin, cette directive autorise sous certaines conditions de mélanges contrepartie et internalisation. Aussi ces trois règles assurent une rupture du marché boursier rendant les cours moins représentatifs que sur des marchés interconnectés où le cours d'une valeur représente l'opinion que les actionnaires peuvent avoir de celle-ci.

3. Enfin, la rentabilité de certaines opérations sur titres non-cotés (les LBO, MBO, etc) attire des fonds de plus en plus importants au détriment des bourses. Aussi faut-il nous poser le problème de savoir si dans l'avenir il ne serait pas intéressant de les supprimer, c'est-à-dire essayer de définir quel est à l'heure actuelle le sens des bourses.

Dans l'optique traditionnelle, il y a en fait deux approches :

1. Dans les pays qui possèdent les fonds de pension et des caisses de retraite, qui acceptent de prendre des risques, USA, Angleterre, Hollande, le rôle de la bourse est limité à celui d'un « marché d'occasion » puisque ce sont des organismes collectifs qui assurent la collecte de fonds pour les entreprises même si les introductions sont assez importantes surtout en Angleterre,



2. En Europe continentale, la bourse a un double rôle : bien entendu celui de la protection de l'épargne directe ou collective (OPCVM) mais également celui de la collecte, tant par des augmentations de capital de sociétés détenues partiellement par le public que par des introductions en bourse.

Dans le contexte actuel, les entreprises d'investissement et les hedge funds prennent une plus grande place car elles collectent des fonds directement auprès des institutions et même par l'intermédiaire des fonds de fonds auprès des ménages.

Les bourses ont donc tendance à se transformer en devenant de plus en plus des organismes de cessions de titres déjà émis. Par contre, une tendance se fait jour qui redonne aux Bourses un peu d'importance : la concurrence entre fonds et leur abondance d'espèces les incitent à être obligées pour trouver du « papier » à interférer avec le marché boursier au risque de le dévitaliser encore plus.

Cela pose alors le problème du rôle des bourses dans l'avenir. A première vue, cela va encore diminuer pour les raisons que l'on a analysées. Mais comme il serait ridicule de ne pas profiter de la masse de fonds épargnée par les ménages la disparition des bourses ne sera jamais complète, les fonds d'investissement ayant parfois besoin de revendre au public un certain nombre de titres. Mais son rôle devrait, si l'on ne change rien, se réduire progressivement, de là tout l'intérêt des tentatives pour créer des marchés nouveaux. C'est le cas à Londres de l'AIM, en France de l'ALTERNEXT dont Michel de Raismes a accepté de faire l'analyse.

Les incitations fiscales aux particuliers pour investir sur ALTERNEXT sont très inférieures à celles accordées en Angleterre pour l'AIM :

- exonération totale des plus-values en Angleterre,
- exonération partielle et conditionnelle en France.

Le succès ou le salut d'ALTERNEXT ne viendra donc probablement pas des incitations fiscales qui, en toute logique, devraient être supérieures à celles de l'AIM pour essayer d'être un challenger crédible.

Mais un élément nouveau est l'avènement d'internet qui permet aux particuliers d'avoir « presque » autant d'informations que les professionnels. Les dernières introductions, en dehors même d'EDF, montrent un afflux significatif d'ordres de particuliers quand la société est intéressante et qu'un effort de marketing est fait dans leur direction :

Introductions récentes sur ALTERNEXT	Institutionnels	Particuliers	Total actions demandées en % institutionnels/ particuliers
PARFUM D'IMAGES (17/02/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	37 3.384.904	7.998 1.625.996	68% – 32%
EMAIL VISION (8/02/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	19 6.750.200	1.914 1.872.141	78% – 22%
STORE ELECTRONIC (2/02/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	129 25.124.019	4.599 878.537	97% – 3%
1000 MERCUS (2/02/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	82 15.040.653	10.715 2.637.870	85% – 15%
CLASQUIN (31/01/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	71 7.113.500	4.646 725.013	91% – 9%
ENVIRONNEMENT SA (19/01/2006) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	153 9.475.016	6.033 785.212	92% – 7%
O2i (20/12/2005) Nombre d'ordres Nombre d'actions demandées	13 470.405	1.31 802.589	37% – 63%

Des sociétés comme NEWSINVEST, qui vient de racheter la société de conseil et de communisation financière ACTUS, devraient à l'avenir, avoir un rôle particulièrement important dans les introductions. Cette société de marketing direct exploite un fichier propre de 60.000 investisseurs individuels qu'elle contacte, à la demande des sociétés, à l'occasion d'opérations financières. Les résultats, quand elle est sollicitée, sont particulièrement encourageants.

### Conclusion

La crise de 2007 et l'avenir des marchés.

Les excès immobiliers ont provoqué comme dans les années 1985-1990 des faillites privées, le jour où les prix commencent à baisser. A la différence de cette crise qu'avait jugulé Greenspan en

fixant pendant 3 ans les taux courts à 3% et en permettant aux banques d'emprunter sans limitation sur le marché monétaire et de le placer en obligations (taux 5 à 6 ½ % suivant les périodes), la crise de 2007 a des traits particuliers : les banques ont déchargé leurs mauvaises créances sur le public par CDOs, CLOs, etc interposés diffusant ainsi les pertes non seulement chez les emprunteurs mais également dans une masse de porteurs officiellement « avisés » qui les ont dispatchées dans leur clientèle. Ainsi les solutions style Greenspan sont moins efficaces car il se crée chez les institutionnels une panique qui les pousse à rechercher des liquidités réduisant ainsi de façon moutonnière la masse monétaire que quelques jours avant on considérait comme « trop abondante ».

Partant de cette situation, que peut-on dire de l'avenir : soit les mesures prises par les banques centrales permettront de relancer la machine financière, mais les économies actuelles manquent d'un « magicien » comme Greenspan, soit ce qui est plus probable on aura une légère récession avec plus tard une situation de structure financière moins audacieuse... Ainsi cela devrait permettre de revenir à un système où les bourses se redéveloppent grâce à leur liquidité, mais il y a dans cette analyse une part de « wishful thinking » puisqu'elle suppose, pour assurer cette liquidité, un retour à la détention privée des valeurs mobilières, ce qui reste contraire à la tendance actuelle.

## *Hedge Funds : un premier point après la crise estivale\**



**Thierry BECHU** a rejoint SGAM AI en 2001 en tant que gérant de hedge fund spécialisé dans les stratégies « global macro » et arbitrage de volatilité. Depuis 2005, il est Directeur de la gestion alternative liquide. Avant de rejoindre SGAM AI, Thierry Béchu était gérant de hedge fund et associé au sein d'une société de gestion d'actifs indépendante. Il a été trader pour compte propre de Commerzbank à Frankfurt et de Dresdner Bank à Paris. Il a débuté sa carrière dans la finance en tant qu'analyste de marché couvrant les principaux marchés financiers. Thierry Béchu est un spécialiste de l'analyse technique. A écrit un ouvrage de référence sur ce sujet et a été Président de l'Association Française des Analystes Techniques. Il enseigne à l'Université Paris IX Dauphine. Il est titulaire d'un DEA en finance et d'une maîtrise en économie.

### **Serge Darolles**

a rejoint SGAM AI en 2000 en tant qu'analyste quantitatif Hedge Funds spécialisé dans les stratégies Long/Short Equity et Fonds de Hedge Funds. Avant de rejoindre SGAM AI, Serge Darolles a occupé le poste d'Economètre au sein de la Caisse Autonome de Refinancement, filiale du groupe Caisse des Dépôts et des Consignations. Auparavant, il occupa les postes de consultant au sein du département de Recherche et Développement de la Banque Paribas et au sein du département de recherche macroéconomique du Commissariat à l'Énergie Atomique. Il est titulaire d'un doctorat de mathématiques appliqués de l'Université de Toulouse, d'un DEA de mathématiques appliqués aux sciences sociales de l'université de Paris Dauphine et diplômé de l'ENSAE. Il est également Professeur associé de mathématiques à l'université Paris 7 et membre du laboratoire de recherche en Finance Assurance du CREST-INSEE.



Après les turbulences de l'été, l'automne plutôt calme permet à tous les acteurs de l'industrie des Hedge Funds de reprendre leur souffle. Une belle fin d'année pourrait contribuer à effacer les stigmates de cette crise – un coup pour rien en quelque sorte ... Nous pensons au contraire, qu'au delà des simples chiffres, il est important de s'arrêter sur cet événement et d'en discuter les causes structurelles. Nous commençons par un premier point sur l'industrie, puis analysons le comportement des Hedge Funds pendant la crise de l'été. L'étude des moteurs de performance utilisés par ces fonds permet ensuite de mieux comprendre ce comportement.

### **1. Un point sur l'industrie des Hedge Funds**

Au vu des différentes statistiques sur les Hedge Funds, il apparaît dès le premier regard que la croissance des actifs sous gestion est exponentielle. En à peine quinze ans, ces actifs sont passés de 38 milliards à plus de 1600 milliards, soit 40 fois plus. Le plus gros acteur gère aujourd'hui à lui seul 43 milliards... Le nombre de fonds gérés a également connu un bon spectaculaire mais moins impressionnant (x15). Il ressort donc que la taille des fonds a significativement augmenté (165 millions en moyenne contre 63 millions). Cette concentration est également visible au regard du « *billion \$ club* » (selon le classement d'*InvestHedge*, ce club des principaux intervenants gère plus de la moitié des actifs).

Ces évolutions s'accompagnent en parallèle d'une précarisation des fonds fraîchement lancés. On constate, en effet, que le nombre de nouveaux fonds créés semble avoir atteint un palier entre 1000 et 1500 par an depuis 2002 avec un pic à 2000 en 2005. A l'inverse, depuis 2005 les disparitions de fonds se sont nettement accrues (entre 700 et 800). Les nouveaux entrants font face à un environnement dégradé et ont de plus en plus de mal à atteindre le seuil de rentabilité. En conséquence, l'industrie trouve une tendance naturelle à la concentration. Cette concentration a pour corollaire le développement de nouveaux types de risque sur lesquels nous reviendrons.

\* Cet article a été rédigé en Septembre 2007 (NDLR).

Au-delà de ces chiffres, il est intéressant de figurer l'évolution du monde du Hedge Funds ou, autrement dit, de décrire les changements majeurs qui ont accompagné ce mouvement de concentration. Ils concernent notamment les stratégies mises en place, les acteurs impliqués et la clientèle concernée. Le premier bouleversement concerne l'équilibre entre les différentes stratégies d'investissement. Si le premier Hedge Fund créé par Alfred Jones en 1949 est un fonds long-short (fonds à la fois acheteur et vendeur d'actions utilisant donc la vente à découvert ainsi que l'effet de levier), la grande majorité des Hedge Funds entre 1970 et 1990 étaient des fonds directionnels, principalement des fonds global-macro (fonds jouant des thématiques macro-économiques essentiellement sur les marchés des taux d'intérêt et de devises). Les gérants de ces fonds disposaient à la fois d'une meilleure qualité d'information et avaient un talent redoutable pour en tirer profit. Ils étaient alors suffisamment peu nombreux pour afficher des performances annuelles exceptionnelles de 30 à 40%. En 1990, près de trois-quarts des actifs Hedge Funds étaient investis dans ce type de stratégies. Quinze ans plus tard, le paysage a totalement changé et la stratégie global macro ne représente plus que 10% des actifs. La suprématie revient désormais aux stratégies dites *equity driven* (*equity long-short, event driven, equity market neutral...*) qui pèsent près de 50% des actifs. On comprend mieux du même coup pourquoi l'industrie Hedge Funds est devenue plus dépendante de la performance des actions à court-moyen terme.

Le deuxième changement marquant concerne les acteurs. Initialement dominé par des gérants de niche ou boutiques indépendantes, l'univers Hedge Funds a depuis une dizaine d'années attiré les principales banques d'investissement et les plus grandes sociétés de gestion d'actifs. Ces acteurs sont souvent présents sur les activités de plateformes de fonds dédiés ou *managed accounts*, de fonds de Hedge Funds et, dans une moindre mesure, de stratégies pures (soit gérées en interne, soit gérées par le biais d'une plateforme d'incubation). Si certaines boutiques restent très florissantes et gèrent plusieurs milliards de dollar, elles sont de plus en plus tentées par des rapprochements avec des grands institutionnels.

La troisième modification manifeste est intervenue côté investisseurs. Tandis qu'à ses débuts les Hedge Funds n'attiraient qu'une clientèle de particuliers haut de gamme attirée par les rendements exceptionnels, la diversité des investisseurs est aujourd'hui remarquable. Si les investisseurs institutionnels dominent désormais (banques, assureurs, caisses de retraite...), une démocratisation est perceptible chez les clients particuliers. Beaucoup de clients modestement fortunés de la banque privée investissent aujourd'hui une partie de leurs actifs dans des fonds de Hedge Funds. Cette tendance vers une plus grande démocratisation devrait s'accroître et atteindre prochainement la clientèle de détail, jusqu'à présent privée de toute possibilité d'investissement en fonds alternatifs.

L'ensemble de ces évolutions implique un changement profond du profil des performances. Les rendements observés des Hedge Funds ont fortement baissé au cours du temps. Par ailleurs, conséquence de la faillite du fonds LTCM en 1998 et de l'arrivée des banques et des gérants d'actifs traditionnels, le contrôle du risque est devenu une obsession des gérants Hedge Funds. Cela conduit naturellement à une baisse sensible de la volatilité des performances. Les Hedge Funds d'aujourd'hui ne ressemblent donc plus au Hedge Funds d'hier.

## ***2. Une industrie mature***

Le comportement des Hedge Funds pendant la crise des sub-primes de l'été 2007 est un test grandeur nature pour apprécier le degré de maturité atteint par cette industrie. Nous pouvons constater qu'environ tous les 9-12 mois, l'industrie Hedge Funds subit une correction cyclique. La dernière était intervenue en mai-juin 2006 et il n'est pas surprenant qu'un nouveau choc intervienne

une quinzaine de mois plus tard. Cette fois-ci pourtant un deuxième mécanisme était à l'œuvre : celui d'une crise majeure de liquidité, la plus grave depuis 1998.

En premier lieu, il est utile de rappeler que les Hedge Funds n'étaient pas massivement engagés dans le secteur des sub-primés. Par conséquent, les raisons des pertes des Hedge Funds sont multiples. On peut citer le crédit, les stratégies de *carry trade* et les stratégies liées aux actions et aux arbitrages hybrides (event driven, risk-arbitrage...) du fait de la baisse des marchés actions et de l'arrêt brutal des opérations de haut de bilan. Cependant, une des principales curiosités reste la très mauvaise performance des stratégies quantitatives d'arbitrage statistique. Les fonds de cette stratégie ne prennent généralement pas de position directionnelle systématique, et ont donc très peu d'expositions aux marchés. En revanche, comme ils jouent des variations de prix de faible amplitude, ils utilisent du levier pour générer une performance attractive. Dans un environnement très volatile, certains fonds ont liquidé massivement leurs positions d'arbitrage suite à des pertes significatives. La similitude des paris pris par ces fonds représente alors un danger. Si tous les fonds vendent les mêmes actifs détenus en portefeuille, et rachètent simultanément les mêmes positions vendues à découvert, l'impact sur les marchés de cette liquidation ne peut pas être nul. Elle conduit à un cercle vicieux où la réduction des risques renforce la dislocation des marchés. Ce phénomène a atteint son paroxysme le jeudi 9 août, date à laquelle la majorité des intervenants ont réduit significativement leur exposition. A partir de ce jour, les choses sont rentrées progressivement dans l'ordre, mais la plupart des fonds ayant coupé leur levier, ceux-ci n'ont pu récupérer qu'une partie de leurs pertes. De l'avis-même des principaux acteurs, cette situation est sans précédent.

La dislocation des marchés a principalement touché les stratégies à forte valeur ajoutée (dites stratégies d'alpha) qui, du fait d'une gestion prudente de leur risque, n'ont pas pu rebondir aussi fortement que les stratégies principalement guidées par l'exposition aux marchés (dites stratégies de beta). Contrairement aux chocs récents, cette crise a donc principalement pénalisé les fonds à forte capacité de création d'alpha.

Une fois passé l'orage, l'industrie s'est bien reprise et, à la mi-octobre, a déjà effacé une grande partie de ses pertes estivales. Les perspectives pour les prochains mois nous paraissent par ailleurs assez intéressantes : tout d'abord, la période du dernier trimestre est historiquement la meilleure de l'année pour les Hedge Funds. Ensuite, la plupart des fonds ayant diminué leur exposition, le risque d'une nouvelle baisse nous semble très réduit. C'est au contraire dans ce type d'environnement que les meilleures opportunités apparaissent. De nouvelles thématiques vont donc progressivement apparaître et permettre aux différentes stratégies de renouer avec des rendements positifs. En dépit de la crise de cet été, l'année 2007 pourrait donc s'achever sur une performance finale relativement attractive. Doit-on alors simplement oublier cette crise ? Sûrement pas si la croissance des actifs se fait dans une industrie où tous les acteurs utilisent des stratégies d'investissement proches !

### **3. Arbitrages de liquidité et d'information**

Il est difficile de comprendre la similitude dans le comportement des Hedge Funds pendant les périodes de crise sans s'arrêter sur les moteurs de performance employés. Sur le plan théorique, les marchés financiers sont supposés efficaces. Et cette efficacité est atteinte en théorie grâce la présence d'acteurs dont le rôle est de profiter systématiquement des inefficiences ponctuelles. Les Hedge Funds (littéralement fonds d'arbitrage) s'inscrivent du fait de leur culture dans ce rôle d'arbitrage et sont capables de capitaliser sur les poches d'inefficience. Afin de simplifier la présentation, nous allons décrire de façon schématique les deux principaux concepts d'arbitrage utilisés.

La première imperfection concerne la liquidité. Considérons un actif financier échangé en continu sur un marché. A chaque instant, le prix reflète l'équilibre entre l'offre et la demande. Si pour



une raison quelconque, cet équilibre est ponctuellement rompu, le prix n'est plus représentatif de la valeur théorique de l'actif. C'est par exemple le cas si un investisseur vend l'actif de façon agressive et sur une courte période. Sans contrepartie, le prix décale à la baisse de façon artificielle : ce mouvement ne reflète aucun changement d'opinion du marché sur la valeur théorique de l'actif. Une fois le problème de liquidité passé, le prix de marché revient naturellement à l'équilibre. Mais le fonctionnement du marché est perturbé et le nombre d'échange diminue. Dans cet exemple, il est facile de favoriser cette convergence en se mettant face au vendeur et en absorbant le déséquilibre jusqu'à la fin de la crise. C'est le rôle classique du faiseur de marché, ou *market maker*, que peut également jouer le Hedge Funds. Le gérant analyse en temps réel les décalages de prix importants et prend une position contraire dès qu'il estime que ce mouvement n'est pas justifié. La convergence du prix de marché vers le prix théorique assure un gain appelé prime de liquidité. Elle correspond à la rémunération que donne le marché contre la liquidité fournie par le fonds. Beaucoup de fonds d'arbitrage statistique fonctionnent de la sorte en multipliant le nombre de positions sur une multitude d'actifs, et dans le temps. L'existence de contrat de liquidité sur les composants des grandes valeurs de la côte montrent bien que, même sur des titres supposés très liquides, ce type d'imperfections existe. Par contre, si les montants investis sur ce type d'arbitrage augmentent, il est clair que les rendements diminuent.

Le second type d'imperfection est lié à la notion d'information. Un marché est efficient s'il assure une diffusion homogène de l'information à tous les intervenants. Analysons le cas simple d'un marché à un seul actif. Dans ce cas, toute modification de l'information a un impact instantané sur le prix de cet actif. Il est alors impossible de jouer ce mouvement de prix. En revanche, si l'information n'est pas diffusée simultanément à tous les intervenants, le marché met un certain temps à s'ajuster. Il existe alors des possibilités d'arbitrage que vont saisir les Hedge Funds *directionnels*. Le gérant analyse cette fois-ci les décalages de prix afin de détecter les prises de positions du marché sur une information nouvelle. Ils entrent alors en début de tendance. La difficulté est décalée à la gestion de la sortie une fois la convergence vers le nouveau prix d'équilibre faite. Prenons l'exemple d'une information positive sur la valeur d'un actif. Cette information touche un premier cercle d'investisseurs privilégiés qui achètent instantanément sur la nouvelle. Comme seulement une partie du marché est informé, le décalage de prix n'est que partiel et ne reflète pas toute l'information. Le gérant directionnel achète sur la hausse initiale et capture partiellement le décalage issu de cette mise à jour de l'information. En exploitant ainsi l'information, le fonds *directionnel* participe à sa diffusion, favorise le processus de révélation du prix et encaisse la prime de liquidité payée par le marché au fonds pour avoir participé à l'efficience. De plus en plus d'instruments financiers complexes, dits hybrides, dépendent de plusieurs types de marchés historiquement suivis par des équipes d'analystes distinctes. Cette organisation favorise les erreurs de valorisation, et donc ce type d'arbitrage. En revanche, plus les montants en jeu sur ce type d'arbitrage augmentent, plus les rendements diminuent.

L'implémentation pratique des arbitrages décrits précédemment demande le recours à des techniques d'investissement particulières. Il s'agit notamment de la vente à découvert pour capitaliser sur la baisse du prix d'un actif et du levier pour maximiser la diversification et la rentabilité des positions prises. Vente à découvert et levier sont importants car ils participent mécaniquement à la croissance des actifs gérés. Prenons maintenant l'exemple très simple d'un fonds qui suit en temps réel le prix d'un ensemble d'actifs sur une stratégie donnée. Chaque décalage positif du prix d'un des actifs pose une question d'interprétation : faut-il acheter (information) ou vendre (liquidité) ? Même en utilisant des filtres capables de séparer les deux phénomènes, il est difficile de ne pas commettre d'erreur. L'intérêt de l'arbitrage apparaît quand le taux d'erreur est inférieur (même très légèrement) à 50%. En multipliant les positions sur un nombre important d'actifs et dans le temps, le fonds devient capable de créer significativement de la valeur. Tout se raisonnement tombe si le portefeuille n'est pas suffisamment diversifié. La moyenne statistique ne fonctionne plus et la probabilité de ruine du Hedge Funds augmente. Dans un environnement tourmenté, avec une volatilité qui augmente, les stratégies utilisant beaucoup de levier souffrent. L'effet de la croissance des actifs gérés diminue les possibilités

de diversification effective. Toute dégradation de la qualité du système entraîne des pertes. Et la multiplication des positions ne fait que multiplier ces pertes. Si tous les fonds ont basiquement la même stratégie, ils activent alors ensemble leur politique de gestion de risque, et même avec des portefeuilles diversifiés, l'impact sur le marché est dévastateur.

#### 4. *Perspectives*

L'analyse qui précède nous permet de comprendre que la cause profonde des difficultés rencontrées par la stratégie d'arbitrage statistique n'est autre que son propre succès et son corollaire en termes d'afflux de capitaux. Face à ce flux de capitaux, la nécessaire diversité ne suit pas. Les nouveaux capitaux ont tendance à se concentrer, créant du même coup des problèmes de liquidité au niveau même de la stratégie. Pour tout actif, même très liquide, il existe des goulots d'étranglement quand après une forte concentration, les investisseurs veulent sortir massivement, instantanément et sans contrainte. Dans ce contexte, une stratégie d'investissement peut se regarder comme un actif à part entière et peut donc devenir brutalement illiquide si un grand nombre de gérants prend simultanément la décision de sortir. Cette menace peut donc concerner tout type de stratégies victime de son succès.

Les deux talons d'Achilles du Hedge Funds sont donc tout d'abord la baisse tendancielle de leur taux de rendement, phénomène de long terme, et en second lieu le risque d'illiquidité provoqué par le succès croissant d'une stratégie spécifique. Comme dans n'importe quelle industrie, ces facteurs d'assèchement sont aussi les meilleurs vecteurs d'un renouvellement de l'industrie qui favorisera naturellement l'émergence de nouvelles stratégies et de nouveaux types de talents (comme cela a déjà été le cas lors de ces quinze dernières années). Le concept de convergence de l'expertise Hedge Funds vers des véhicules d'investissement issus de la gestion traditionnelle est une piste dont le sillon est déjà creusé. Le rôle du régulateur est, à ce niveau, potentiellement assez faible. Il peut surtout essayer de favoriser l'arrivée et l'émergence de nouveaux talents (incitations fiscales, organisation de pôles d'expertise, développement de l'incubation et à un niveau plus local, mise en valeur de la place de Paris en assouplissant notamment les contraintes d'investissement des fonds alternatifs...). Or, jusqu'à présent, le rôle du régulateur s'est surtout porté sur la demande en contrôlant, parfois à l'excès, l'accès de la gestion alternative aux particuliers. Aujourd'hui, au regard de la crise estivale, il devient de plus en plus difficile de justifier les soupçons portés à la gestion alternative quand les coupables semblent être ailleurs. Pourquoi empêcher les particuliers d'accéder à une gestion désormais mature et contrôlée, dans la plupart des cas, par les grands établissements de la place... Nul doute que les prochaines années verront l'essor d'une offre de produits alternatifs spécifiquement dédiée à une clientèle de détail.

Par ailleurs, il est utile de noter que si la performance des Hedge Funds a été médiocre pendant la crise, celle-ci a été assez distribuée (un nombre non négligeable de fonds a fini positivement) et surtout assez peu éloignée de celles enregistrées lors des récentes corrections Hedge Funds (mai-juin 2006, par exemple). Autrement dit, l'industrie a plutôt très bien digéré cette crise décennale. Ce comportement raisonnable étonne et rassure d'autant plus que certains acteurs de la gestion traditionnelle (fonds monétaires dynamiques en particulier) sont totalement sortis du cadre de risque qui leur était donné. Les raisons en sont assez simples : inadéquation entre les instruments utilisés et la liquidité des fonds (cf. recours excessif à la titrisation et aux produits structurés réputés illiquides en période de crise), manque de transparence dans la composition du portefeuille (complexité des instruments et des structures mis en place), absence de *marked-to-market* dans la valorisation des sous-jacents, absence parfois totale de diversification (dépendance à une seule classe d'actifs, voire à un seul secteur d'une seule classe d'actifs), méconnaissance du risque réel du portefeuille (VaR calculées sans rapport avec la réalité du risque). En conséquence, les pertes enregistrées par certains fonds monétaires sont fabuleusement disproportionnées par rapport aux performances préalablement réalisées. A nos yeux, cette crise confirme significativement le sérieux de l'industrie des Hedge Funds, toujours montrée du doigt et condamnée a priori. Pendant le même temps, elle montre que les coupables ne sont pas là où on les attendait. Les acteurs de la gestion traditionnelle ont très certainement des leçons à tirer de la crise et seraient sûrement inspirés de se rapprocher des standards appliqués en gestion alternative.

## La Directive MIF\*



**Jean-Pierre Bornet**, Directeur adjoint Banque Fédérale des Banques Populaires, Professeur associé à l'Université Jean-Monnet - Paris XI Sceaux. Auteur avec Hubert de Vauplane du *Traité de Droit des Marchés Financiers*

2007 constituera une année charnière pour l'industrie financière européenne et française. Cette année connaîtra d'une modification substantielle de l'environnement réglementaire au sein duquel cette activité s'est brillamment développée ces dernières années. L'ampleur de cette réforme est incontestable.

Elle est issue d'une part de la transposition en droit français de la Directive Européenne Marchés d'Instruments Financiers « MIF » et d'autre part et pour les seules activités exercées en France, de l'adoption volontaire par les établissements financiers français, au sein de codes de bonne conduite, des préconisations issues du rapport du Président Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers.

Au cours de l'année écoulée, plusieurs interventions, ont naturellement traitées ce sujet, interventions regroupées sous trois thèmes distincts :

- Les relations avec la clientèle,
- Les codes de bonne conduite
- La future organisation des marchés.

Ses interventions échelonnées sur plusieurs mois et actualisées en fonction de l'évolution du contexte réglementaire sont reprises ci-après

**1. Les relations à entretenir avec la clientèle** : Les incidences du rapport du Président Delmas-Marsalet et la prochaine transposition de la Directive européenne Marché d'Instruments Financiers.

Les relations avec la clientèle, notamment grand public , sont marquées par deux grands « chantiers » qui convergent : le groupe de travail sur la commercialisation des produits financiers présidé par le Président Delmas-Marsalet et les travaux de transposition de la Directive Européenne Marchés d'Instruments Financiers.

Ils font l'objet de transcriptions législatives et, pour certaines des préconisations du rapport du Président Delmas-Marsalet, d'une reprise au sein de code de bonne conduite professionnels toujours en discussion.

Ce contexte se conjugue avec une implication croissante de l'AMF, qui ,on le soulignera, à la différence de la Commission des Opérations de Bourse (COB) et du Conseil des Marchés Financiers (CMF) qui étaient des Commission ou Conseil, est dorénavant devenue une « Autorité ». Cette autorité s'affirme à travers ses contrôles et, notamment à la suite de décisions de sanctions, intervient directement dans des questions jusqu'alors du seul domaine du juge. Les sanctions prononcées, outre

\* Cet article a été rédigé en Septembre 2007 (NDLR).

le risque d'image qu'elles impliquent, contraignent les établissements à s'assurer du respect des diverses prescriptions réglementaires. Cette démarche n'est pas limitée à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), il en est de même pour la Commission Bancaire en ce qui la concerne tandis que l'ACAM « Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles », encore une Commission devenue « Autorité », interviendra sans doute avec vigueur prochainement.

Ces textes font naturellement l'objet de multiples présentations et commentaires qu'il ne s'agit pas de reprendre de manière exhaustive dans notre cadre.

L'idée suivante résume l'ensemble de ces dispositions : « Commercialiser le bon produit, au bon client, au bon moment. ». Comment être hostile à ce principe ?

La discussion porte sur la mise en œuvre de ce principe, ses incidences sur les produits proposés et en dernière analyse sur le contenu de l'offre au client.

La commercialisation du « bon produit », au « bon client », au « bon moment », implique la double connaissance par les collaborateurs des établissements financiers :

- du client, de sa personnalité ( son appétence au risque ) , de ses compétences ( son degré de compréhension des produits et des risques associés ) de son patrimoine, et de ses objectifs;
- de la gamme des produits proposés.

La mise en œuvre de ces modalités s'avère délicate.

La Directive « Marchés d'Instruments Financiers » prévoit en effet que la bonne connaissance du client sera, en règle générale, fondée sur deux questionnaires. L'un de connaissance du client, l'autre, de la bonne adéquation entre le produit proposé et les besoins exprimés du client, correctement appréciés par le collaborateur.

La tenue et surtout la conservation d'un fichier client attesteront de la bonne exécution de ces obligations.

Analysons la mise en œuvre de ce dispositif :

- **Les systèmes d'information** devront être revus pour satisfaire aux obligations de constitution et de conservation des dossiers clients. Bon nombre de ces systèmes sont centrés sur la réalisation des opérations et non sur une base constituée à partir d'un dossier client par ailleurs conservé. La mise en place de ces systèmes d'information transversaux est en cours. Outre ses coûts, elle implique des délais de mise en œuvre qui se télescopent avec ceux imposés par le législateur Européen.
- **Les politiques de commercialisation** devront être adaptées. Aux commercialisations séquentielles ( les produits fiscaux en fin d'année – la transmission de patrimoine au printemps voire la priorité ponctuellement faite aux privatisations ), devront se substituer une commercialisation à tout moment de l'intégralité de la gamme des produits dans l'optique première de satisfaire les clients . Le « push product » sera à priori sévèrement encadré.
- **La formation des collaborateurs** devra comporter un volet multi-produits pour satisfaire aux multiples attentes de clients. Parallèlement , les documents pédagogiques commerciaux et juridiques, notamment ceux remis aux clients, seront immédiatement et constamment mis à jour et directement accessibles.

Concrètement, les réseaux seront conduits à privilégier des couples produits-clients établis en fonction d'une clientèle préalablement segmentée.

Quel en sera le résultat ? Pour bon nombre d'établissements, le processus actuel de développement d'une offre standardisée sera renforcé. Simplicité et sécurité deviendront prioritaires pour satisfaire aux nouvelles exigences du contexte réglementaire.

Alors que les produits boursiers supposent en définitive l'acceptation d'un aléa, celui de participer aux cotés des entrepreneurs à leur risque d'entreprise, il est à craindre que les nouvelles règles encadrant la commercialisation des produits financiers renforceront l'attitude timorée des établissements, et surtout de leurs collaborateurs, qui ne les proposeront pas à leur clientèle. Il s'agira d'une illustration du principe de précaution non pas au bénéfice du client mais en dernière analyse en vue de protéger l'établissement des risques de non respect de cette réglementation.

A un moment où les règles relatives à la nature des produits et surtout celles relatives à l'information délivrée au client ont atteint un réel niveau de complexité, enfin reconnu comme excessif et en définitif comme contre-productif d'où une demande de leur allègement reprise par le rapport du Président Delmas-Marsalet, l'on assiste à la mise en place de relations commerciales rigides avec la clientèle. Ce sont les modalités de la commercialisation des produits qui seront demain susceptibles de freiner la diffusion des produits boursiers par les établissements et surtout les collaborateurs prisonniers d'une auto-censure qui ne manquera pas de s'épanouir. La rigidité ne viendra plus des règles relatives aux produits ou aux marchés, dont chacun a conscience du caractère excessif, mais des modalités de la relation à entretenir avec des clients.

La relation financière est fondée sur la confiance. Si cette dernière ne se décrète pas ; elle ne peut pas non plus s'épanouir dans un cadre rigide ou elle se transforme en son contraire, la défiance. C'est pourquoi il est proposé d'étudier des modalités particulières de commercialisation de certains produits financiers dans un climat plus lâche mais fondé sur la confiance et la responsabilité de partenaires correctement avisés et consentants.

## 2. Les codes de bonne conduite

Les recommandations du rapport du Président Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers ont été à l'origine de deux déclinaisons distinctes.

L'une, actuellement abandonnée, prévoyait l'insertion dans un texte législatif de certaines de ses préconisations, texte présenté, étudié et discuté et qui finalement n'a pas vu le jour au printemps 2007 en raison du calendrier législatif et politique. Pour autant, certaines des dispositions envisagées ont été reprises dans les textes dédiés à la transposition en droit français de la Directive Européenne MIF.

L'autre a trait à l'adoption par les établissements financiers de mesures spécifiques issues de codes de bonne conduite. Deux codes sont à l'étude, l'un relatif aux relations producteurs-distributeurs et l'autre aux relations entre les distributeurs et leurs clients.

Ces codes sont en cours d'établissement, ils ne sont pas, à l'heure où sont écrites ces lignes, validés par les instances de la Fédération Bancaire Française (FBF).

Leur objet consiste à favoriser l'auto-régulation. Leur caractère obligatoire constitue une incertitude car leurs dispositions pourraient être reprises voire amplifiées par l'AMF ou le législateur.

- **Le code producteur-distributeur.** Ce code ne suscite pas de grandes difficultés pour les produits d'épargne financière et bancaire. Toutefois son application aux produits financiers dont le support est constitué par des contrats d'assurance suscite toujours des discussions quant à sa mise en œuvre compte tenu de la coexistence de deux réglementations distinctes, celle des produits financiers et celle des contrats d'assurance.
- **Le producteur doit élaborer un produit conforme,** le classer au sein de l'échelle des risques préconisées par le code de bonne conduite ( Cf infra) et correctement informer le distributeur de la nature du produit y compris en ce qui concerne son évolution. Le producteur peut également étudier la documentation publicitaire à la demande du distributeur ou, à son initiative, se faire communiquer la documentation publicitaire et commerciale. Le distributeur est responsable de la relation avec le client.



- **Le code distributeur-client** : Les discussions se poursuivent mais l'on peut toutefois cerner les prochaines caractéristiques de ce code.

L'on notera en premier lieu le caractère unilatéral de l'engagement du distributeur qui ne contracte pas au sens juridique du terme avec le client.

La variété des distributeurs, taille et statut notamment ainsi que des modalités de distribution conduit à l'élaboration d'un dispositif souple fondé sur l'énoncé de principes.

La liste des produits visés par ce code est extensive : produits bancaires supérieurs à deux ans- produits d'épargne financière y compris ceux ayant un support constitué par un contrat d'assurance et les instruments financiers.

Les obligations du distributeur sont énoncées : Détenir une bonne connaissance de ses clients déclinée progressivement selon les objectifs, la compétence et la situation financière de chaque client.

**Le caractère structurant et novateur de ces deux codes** : la matrice de classification des produits en quatre compartiments :

A : produits garantis totalement

B : produits garantis partiellement ou comportant un risque modéré en capital.

C : produits comportant un risque important en capital

D : produits spéculatifs présentant un risque au-delà du capital investi.

Un constat : cette classification est fondée sur le risque; elle demeure distincte de celle relative à la nature complexe ou non du produit. Elle devrait ainsi clarifier la situation de l'épargnant car elle est fondée sur des critères plus objectifs.

Les perspectives : constitution de gamme de produits classés selon le degré de risques et proposés aux clients préalablement segmentés en fonction de leurs objectifs-compétence-situation financière.

### ***3. La future organisation des marchés : libres propos***

A en croire les commentaires publiés sur la future organisation des marchés née de la transposition de la directive « Marchés d'Instruments Financiers », une révolution nous attendrait le 1 novembre au matin. Au risque de paraître bien discordant, il est indispensable de relativiser ce propos en faisant observer :

- Que seuls les marchés actions seront concernés, alors que celui des instruments financiers à terme, les dérivés, tend à constituer une partie importante des transactions,
- Que les acteurs des marchés de taux ont déjà anticipé, dans les faits, l'application de cette Directive. L'observation de ces marchés autorise en conséquence une réflexion sur le devenir des marchés actions.

#### **3.1. La suppression de l'obligation de concentration des ordres sur les marchés réglementés**

La suppression de l'obligation de concentration constituera sans doute un réel changement quant aux circuits des transactions. Toutefois, il convient de relativiser le propos en constatant la multiplication actuelle des cas d'exceptions à cette obligation, notamment la faiblesse des seuils faisant échapper les opérations à cette obligation, la reconnaissance des transactions par blocs et surtout les nombreuses possibilités de traiter sur un autre marché, exceptions qui en définitive cantonnaient cette obligation aux seules opérations réalisées par des particuliers.

Quant aux marchés de taux, cela fait bientôt 20 ans que cette obligation avait été vidée de son contenu au profit d'une réalité que l'on peut qualifier d'artificielle.

Les impacts de la suppression de l'obligation de concentration peuvent ainsi être résumés à deux points principaux :

- Les intermédiaires devront proposer une politique d'exécution des ordres à leurs clients, politique qu'ils devront respecter à travers **l'obligation de « best execution »**. Cette obligation possèdera à terme un effet structurant qui contribuera à modifier la nature des relations des professionnels avec leurs clients.
- Des **obligations de transparence renforcées qu'elle soient « pré-trade » ou « post-trade »**. En dernière analyse, à un marché unique, issu d'un marché où, par construction les intervenants se rencontraient et échangeaient leurs informations, se substitue une organisation, non plus fondée sur la concentration des transactions en un marché unique, mais sur un système où l'information issue des multiples lieux où se traitent les opérations est connue et échangée. L'obligation de diffusion d'une information ainsi concentrée selon des systèmes à l'étude, succède à l'obligation de concentration des transactions. La concentration de l'information remplace celle des transactions.

### 3.2. Les marchés alternatifs

La mise en place de marchés alternatifs car simplement organisés et non reconnus en tant que tels par la puissance publique comme marchés réglementés n'est pas une nouveauté. Cette organisation, présentée comme l'une des nouveautés de la MIF n'est pas une inconnue. Les marchés de taux connaissent ainsi depuis de nombreuses années de plates formes de négociation qui s'inscrivent dans ce cadre.

Il n'en demeure pas moins que la constitution de ces plates formes, dont plusieurs sont déjà annoncées, ne sera pas sans conséquence sur les marchés réglementés.

Cette concurrence anticipée est sans doute à l'origine du mouvement actuel de convergences et de fusions des bourses mondiales comme le démontrent les opérations financières dont Euronext est notamment le centre. L'objectif est clair, abaisser les coûts d'intermédiation, mais également conserver aux marchés réglementés une de leur principale caractéristique, une réelle et incontestable liquidité. La liquidité est toujours considérée comme le facteur clef de la pérennité d'un marché.

Face à ce mouvement, les chances de ces marchés alternatifs résident certainement dans leur spécialisation sur certaines valeurs, dans les faits au profit d'intervenants importants, qui bénéficieront ainsi de coûts de transaction abaissés. C'est certainement le modèle économique que l'on peut raisonnablement pressentir suite à l'annonce faite par des grandes banques, essentiellement d'origine anglo-saxonne, de constituer un marché organisé d'ici la fin de l'année 2007. En outre, il n'est pas interdit de penser que d'autres initiatives seraient annoncées et réalisées dans une perspective plus limitée et ponctuelle avant que leurs initiateurs ne soient repris par des marchés réglementés.

### 3.3. Le troisième volet de la nouvelle architecture des marchés : l'internalisation des ordres

Si l'on se réfère à l'histoire de nos marchés, il s'agit là, toute chose étant égale par ailleurs et selon un schéma adapté aux grandes banques collecteurs d'ordres, de la réforme de la contrepartie qui avait permis aux agents de change d'intervenir directement.

En l'espèce, il s'agira pour les banques d'internaliser les ordres reçus de leurs clients en ne les transmettant pas à un marché mais en se portant directement contrepartie de leurs clients, en règle générale grâce à des emprunts de titres qu'elles pourraient réaliser auprès de leur clientèle en conservation. Ce schéma, qui reste confiné au sein d'un seul intermédiaire, apparaît de prime abord comme le moins onéreux à terme. Il suppose toutefois le développement de nouveaux systèmes

d'information qui d'une part ne laissent pas envisager immédiatement la mise en place de ce schéma et d'autre part constitue certainement un handicap à sa généralisation rapide à un grand nombre de valeurs.

***Pour conclure, quelques prévisions***

L'architecture des marchés sera sans aucun doute modifiée par ces nouvelles dispositions. Comme illustration de ces modifications immédiates, l'on constate le mouvement de concentration des marchés réglementés qui se conjuguera prochainement avec celui de la baisse du coût des transactions liée à la mise en œuvre des politiques de best execution. Ce mouvement, pour une bonne part déjà en cours voire réalisé, sera suivi de l'apparition de nouveaux acteurs, les marchés organisés d'actions, dont l'évolution sera intéressante à suivre. Demeureront-ils sur des niches rencontrées et rentables ou se concentreront ils entre eux ou avec des marchés réglementés, telle sera l'alternative de leur futur.

Ces marchés impacteront également la structure générale des marchés en raison des obligations d'informations sur les transactions qu'ils susciteront et qui seront également à l'origine de modifications atteignant les acteurs de l'information boursière.

Quant à l'internalisation des ordres, il est plus délicat en l'état de se prononcer car elle implique une modification en profondeur des systèmes d'information des grands intervenants qui, et on les comprend, n'ont pas dévoilé leur stratégie en la matière.

## *L'impact des nouvelles normes comptables*



**Edouard SALUSTRO**, Président Fondateur du groupe d'audit Edouard SALUSTRO ; Président d'Honneur du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables ; Cofondateur de la Fédération des Experts Comptables Européens (FEE) ; Fondateur de la Fédération Internationale des Experts Comptables Francophones (FIDEF) ; Président d'Honneur de l'Union Nationale des Associations des Professions Libérales (UNAPL) ; Président Honoraire de la section des finances du Conseil Economique et Social ; Président de groupe de l'interinformation « statistiques d'entreprises » du Conseil National de l'Information Statistique ; Membre du Conseil National de la Comptabilité.

### *Le groupe de travail du Centre des Professions Financières sur les IFRS : un premier bilan*

Lorsque le Président Raymond m'a sollicité il y a trois ans pour prendre la tête d'un groupe de travail du Centre sur l'impact des nouvelles normes internationales de comptabilité, peu parmi nous se doutaient de l'ampleur de la tâche à engager. Certes, la montée en puissance des IFRS et de l'IASB était déjà un phénomène marquant, conduisant à s'interroger sur le rôle de la normalisation et du normalisateur national dans un tel contexte. Cette interrogation devenait même encore plus prégnante avec la prise de conscience, entre partenaires européens et avec la Commission, que l'union devait se doter d'un véritable outil de normalisation, ce qu'elle n'avait que partiellement réussi à faire à travers l'adoption des différentes directives comptables.

Dans ce cadre, le groupe de travail a sans doute joué un rôle modeste de précurseur et de « préparateur de la réforme ». En associant des professionnels, des universitaires et des représentants d'entreprises, en auditionnant les principales parties prenantes, en particulier celles issues des professions financières, il a fait ressortir les principaux enjeux qui sont aujourd'hui au cœur de la réforme engagée par le gouvernement : prise en compte des intérêts de toutes les entreprises, y compris les petites et moyennes entreprises ; importance de la « mise à niveau » des différentes professions financières et de la doctrine comptable, dans un contexte international très concurrentiel ; création d'un « bras armé » de la normalisation comptable française, capable de discuter d'égal à égal avec ses homologues européens et internationaux.

Très rapidement, il nous est en effet apparu que la France ne manquait ni de bons professionnels, ni d'une expérience de la négociation communautaire et internationale. En revanche, faisait cruellement défaut un « lieu de rendez-vous » où s'élaborent les normes, où elles sont transposées au plan international et où se préparent dans de bonnes conditions pour les intérêts français, les négociations des futurs standards. Le Conseil National de la Comptabilité dans sa forme ancienne, remplissait parfaitement son rôle de concertation (et c'est une qualité à maintenir impérativement), mais manquait manifestement de moyens, humains, comme financiers, pour être ce fameux bras armé. Surtout, le système en vigueur, malgré des aménagements apportés en 1996 (par décret) et 1998 (par voie législative) souffraient encore des lourdeurs et lenteurs remontant aux origines de l'immédiat après-guerre. Il montrait de plus en plus ses limites notamment face à une normalisation internationale (l'IASB) produisant à un rythme soutenu de nouvelles normes qui appelaient des réactions rapides et documentées.

Dès lors, notre groupe de travail a mis l'accent sur ce que devaient être les priorités de la nouvelle « autorité des normes comptables » (ANC), en gestation :

- Unicité de l'ANC, même si la séparation fonctionnelle est assurée entre la comptabilité d'entreprises et celle du secteur public, chaque normalisateur (collège des normes privées et collège des normes publiques) étant présidé par une personnalité indépendante et de haut niveau.
- Mise en commun des moyens, notamment de la force de frappe intellectuelle, qui doit s'appuyer, pour servir les deux collèges, sur une capacité de recherche et de doctrine, associant l'Etat, le secteur privé et les milieux académiques.
- Octroi à l'ANC de la personnalité juridique, et de la qualité d'autorité administrative indépendante, dotée de moyens de fonctionnement réalistes par les différentes parties prenantes (Etat, professions du chiffre, entreprises).
- Délégation du pouvoir réglementaire sur l'ensemble des sujets comptables et de la représentation de la France dans les instances internationales.
- Création d'un comité consultatif de l'ANC, regroupant des personnalités apportant une caution morale, intellectuelle et scientifique aux travaux des deux collèges, et débattant des questions d'orientation générale de l'ANC.

Pour cela, nous avons insisté sur la forme que devrait, selon nous prendre l'institution : une autorité unique, mais composée de deux collèges (comptabilité des organismes publics et privés), appuyés sur un comité consultatif et des services communs substantiels, dotée du pouvoir réglementaire délégué et présente dans toutes les enceintes décisionnelles. Chaque collège étant doté du pouvoir réglementaire dans son domaine de compétence. Cette autorité, à notre sens, pourrait disposer de la personnalité morale.

Délibérément, nous avons souhaité, et tous ceux que nous avons consultés également, que cette réforme soit très ambitieuse. Cela signifie que la future ANC doit être dotée de compétences larges, mais aussi de moyens à la hauteur de ses compétences : services solides animés par un directeur général de haut niveau ; constitution d'une équipe de doctrine mobilisant les meilleures ressources, tant chez les professionnels du chiffre que dans les milieux académiques ; constitution d'un comité consultatif assurant à l'ANC sa légitimité vis-à-vis de l'ensemble des professions et des institutions participant à l'élaboration des normes et devant ensuite les appliquer, dans tous les secteurs de la vie économique.

Cette ANC doit donc bénéficier de textes organisant ces compétences : une modification législative est à venir, nous espérons qu'elle sera rapide ; elle doit également recevoir des financements stables et suffisamment importants pour faire face à ces missions. De ce point de vue, un financement mixte nous paraît la meilleure des voies : l'Etat assurerait le financement des travaux liés à la comptabilité des organismes publics et, par ailleurs, contribuerait au financement des activités de comptabilité privée, à parité avec les entreprises et les professionnels de l'audit.

On voit donc que le programme des mois à venir est ambitieux. Il correspond aussi très largement aux objectifs que s'était fixé notre groupe de travail lors de sa constitution. J'y vois pour nous un encouragement à poursuivre nos travaux, en maintenant les deux axes qui les légitiment : la consultation la plus large possible des parties prenantes ; l'insertion dans les travaux du Centre des Professions Financières, qui justifie pleinement notre action.

### *Introduction au thème de réflexion*

La normalisation internationale engagée par l'IASB pour répondre aux attentes de l'OICV/IOSCO apporte la première pierre à la mondialisation de la comptabilité. Pour le moment, elle s'applique obligatoirement en EUROPE aux comptes consolidés des groupes faisant appel public à l'épargne. L'application aux autres entités ou aux comptes individuels demeure optionnelle.

En France, environ un millier d'entreprises sont cotées et entrent de ce fait dans le périmètre d'application des normes IFRS. Une vingtaine d'entre elles seulement ont choisi une cotation internationale et ont donc déjà été confrontées aux évolutions des normes. Quid des autres ? Le nombre d'entreprises françaises faisant partie d'un groupe est inférieur à 50.000. Leur activité contribue à hauteur de 60% au PIB de la FRANCE. L'impact du nouveau référentiel dans leurs comptes sociaux est en cours de définition mais apparaît d'ores et déjà comme considérable.

La question de savoir si les IFRS apportent la solution aux besoins d'information financière des groupes cotés sur plusieurs marchés reste posée sur le plan théorique. Elle n'a cependant plus guère d'intérêt en pratique, tant il paraît évident qu'il n'existe pas d'autres réponses possibles à court et moyen terme (sinon bien sûr les normes américaines).

Pour autant, cette constatation ne règle aucunement la question de la portée que doivent avoir ces normes au-delà de cette population. L'affirmation de principe de l'IASB, selon laquelle il s'agit de normes applicables à toutes les entreprises "marchandes", peut et doit être discutée. En effet le modèle d'entreprise implicitement décrit par ces normes n'est pas universel et reste, volontairement, très lié aux caractéristiques des entreprises cotées.

Le risque est grand de voir se perpétuer la co-existence en droit ou en fait de deux régimes comptables. Il est intéressant de noter qu'une telle séparation de fait existe aux ETATS-UNIS, lieu d'inspiration des normes IAS/IFRS. Mais cette séparation est pour le moins radicale : il n'existe pas d'obligation comptable formelle pour les entreprises non cotées. Cette situation est évidemment très différente de celle qui existe en EUROPE et son adoption, qui aurait le mérite de donner une solution logique et définitive aux difficultés actuelles, serait certainement vécue comme un recul important de la comptabilité et de l'information financière.

Ainsi, c'est un changement de nature et de culture qui prendra progressivement forme dans chaque entreprise quel que soit son pays d'origine, rendant nécessaire une définition du périmètre d'application, pour lequel les seuils déclencheurs seront éventuellement à déterminer. Pour le premier cercle, les deux critères pourraient être :

- La capacité des entreprises à mettre en œuvre les exigences des nouvelles normes,
- Le caractère "ouvert" de leur capital.

Qu'en est-il des autres ? Celles qui ne font pas appel public à l'épargne, par exemple, n'ont aucun intérêt à modifier leurs pratiques comptables. Est-il politiquement et économiquement envisageable de ne pas leur offrir un modèle alternatif, les confinant ainsi dans un sous-modèle ?

L'enjeu européen est maintenant de définir ce deuxième modèle dans le but de proposer une solution alternative à la prédominance de l'IASB.

Une voie d'inspiration peut être fournie par l'analyse des caractéristiques et des finalités poursuivies par les entreprises cotées. Selon certains économistes, l'objectif recherché par les entreprises faisant appel public à l'épargne est moins la couverture d'un besoin de financement que la possibilité de rendre liquides des actifs non-monnaïres.



Les normes IFRS, dont l'un des principes fondamentaux repose sur la "*fair value*" (ou juste valeur), favorisent la vision à court terme purement financière liée à la garantie de la liquidité. L'idée est de fournir la valeur de marché de l'entreprise à tout moment, répondant ainsi aux exigences de rentabilité des investisseurs financiers, exprimées notamment par les fonds de pension, et plus généralement à un souci objectif de sincérité en ce qui concerne la valeur réelle d'une entreprise.

Cependant, toutes les entreprises ne choisissent pas cette vision. Une entreprise d'activité industrielle, du fait de la lourdeur de son cycle d'investissement, présentera à l'évidence en début de cycle une image compétitive défavorable. Ces nouvelles normes comptables ne sont clairement pas adaptées à ce type d'activité nécessitant une gestion à plus long terme.

L'objectif de la réflexion menée ici est de déterminer dans quelle mesure il est possible d'améliorer les capacités d'intervention nationales dans le débat comptable international et d'amorcer une réflexion sur ce que pourrait signifier la construction d'un référentiel comptable adapté aux entreprises restant à l'écart des marchés financiers.

L'analyse s'articulera autour de trois hypothèses d'évolution :

1. Un modèle unique qui ne pourrait être que les IFRS (ou les US GAAP), c'est le scénario "officiel", mais sa mise en œuvre semble irréaliste.
2. Un référentiel unique appliqué de manière plus ou moins dégradée à certaines catégories d'entreprises.
3. Un modèle dominant servant de référence mais comportant nécessairement des adaptations décidées par l'autorité de normalisation afin de maintenir une rigueur au moins équivalente à celle procurée par le système actuel.

Pour mieux présenter ces évolutions, il convient de bien mesurer ce que sera l'impact des IFRS.

### ***1. L'impact des IFRS***

L'entrée en vigueur des IFRS traduit la reconnaissance, au niveau européen, de la mondialisation de la comptabilité. Celle-ci, à travers l'action de l'IASB, touche en fait bien d'autres aspects de la vie économique.

#### **1.1. La mondialisation de la comptabilité**

Nous employons l'expression "la mondialisation de la comptabilité" et non pas "la normalisation comptable internationale" pour illustrer le fait que cette normalisation n'est pas une fin en soi (même si cette fin, sur le principe, est désirable) mais plutôt le moyen de propager une certaine conception de l'entreprise perçue à travers sa représentation comptable.

En effet, nombreux sont les commentateurs à considérer que, si l'on définit la mondialisation comme l'intégration progressive des économies (et des sociétés) dans un même modèle structuré par des régulations marchandes, alors celle-ci est essentiellement l'exportation d'une variété particulière de capitalisme (et plus largement de conception des relations économiques et sociales) qui est celle qui prévaut dans les pays anglo-saxons. Sans entrer dans le débat sur la réalité historique du "modèle économique anglo-saxon" (par delà les différences importantes qui subsistent par exemple entre les ETATS-UNIS et le ROYAUME-UNI, leaders chacun à une époque différente de phases d'ouverture des économies) et sur son identification à un modèle libéral théorique, on peut considérer qu'est

caractéristique de ce modèle le rôle reconnu aux marchés financiers de régulateur principal de l'économie.

Au niveau comptable, la convergence vers ce modèle a eu pour conséquence l'extension de l'influence des US GAAP auprès des entreprises recherchant un financement par des investisseurs d'Outre-Atlantique. Pourtant, même si certains auteurs, arguant du poids de l'économie américaine, n'hésitent pas à qualifier le FASB de "normalisateur international de fait", c'est un autre chemin que celui de la reconnaissance mondiale de la légitimité de ce dernier qu'a pris officiellement l'internationalisation des normes comptables. L'IASB est de ce point de vue tout un paradoxe puisqu'il n'est ni le reflet de l'emprise d'un pays sur le processus de mondialisation de la comptabilité, ni le résultat d'une concertation entre les différents pays parties prenantes à cette mondialisation. Il s'agit plutôt d'un organisme privé, émanation à l'origine des professionnels comptables anglo-saxons, qui s'est imposé comme normalisateur international en tissant des alliances avec d'autres organismes internationaux (et notamment l'OICV), en jouant les intérêts de certains de ses interlocuteurs contre ceux des autres, en misant sur l'indécision voire l'inertie d'acteurs comme la Commission européenne qui lui a sous-traité sa production normative.

Quelle est la nature exacte de l'IASB ? Fondé en 1973, pratiquement en même temps que le FASB américain et l'ASC britannique, l'IASB est une initiative de professionnels d'Outre-Manche. Conduits par Lord BENSON, ceux-ci étaient inquiets de l'influence qu'aurait pu jouer en EUROPE une normalisation comptable communautaire qui s'acheminait alors vers la publication de ses premières directives. Devenu officiellement normalisateur international, l'IASB a pourtant conservé de son prédécesseur les caractéristiques qui faisaient de celui-ci un produit purement anglo-saxon. Parmi ces caractéristiques, on trouve notamment le fait que l'activité de normalisation s'adresse prioritairement aux grandes entreprises ou aux entreprises "ouvertes" et le fait que cette activité soit dominée par les professionnels, surtout ceux de "l'establishment" des Big 4.

La première de ces caractéristiques est par exemple explicitement vérifiée aux ETATS-UNIS et implicitement au ROYAUME-UNI (échec du FRSSSE). La domination des professionnels semble avoir connu un recul lors de la création du FASB, organisme indépendant de l'AICPA et qui n'est pas majoritairement composé de représentants de la profession, ainsi que lors de la transformation de l'ASC en ASB Outre-Manche. Cependant l'intervention efficace dans le processus de normalisation semble supposer non seulement une maîtrise du contenu théorique des normes mais également de leur application pratique. Donc, puisque ces normes s'adressent prioritairement aux grands groupes, les "professionnels", au sens de personne compétente, amenés à conduire la normalisation viennent majoritairement soit de ces grands groupes, soit des cabinets qui occupent le segment du marché des services intellectuels aux entreprises correspondant à ces grands groupes. On peut donc constater une certaine "circulation des élites comptables" entre les directions financières, les grands cabinets d'audit et les organismes de normalisation qu'ils soient internationaux ou nationaux (c'est le cas depuis le début dans les pays anglo-saxons et plus récemment dans des pays comme la FRANCE, surtout après que les comptes consolidés sont devenus obligatoires). Ces acteurs partagent a priori une même vision de l'entreprise et de son gouvernement qui est plus proche du modèle actionnarial anglo-saxon que du modèle partenarial, dans ses déclinaisons plus ou moins étatisées, qui prévalait dans les pays européens de droit romain.

Les considérations qui précèdent ont pour but de servir de toile de fond à la recherche de réponses à la question : "comment influencer le processus de normalisation internationale ?".

En effet ces réponses doivent prendre en compte la façon dont l'IASB s'est développé autour des liens avec des institutions comme l'IFAC, l'IOSCO/OICV et la Commission Européenne, et en jouant sur les positions pro ou anti US GAAP de ses interlocuteurs. On peut rattacher à la stratégie pro-américaine de l'IASB le fait que son *conceptual framework* ne soit pas si éloigné de celui du FASB, qu'elle proclame comme ce dernier être guidée exclusivement par le souci de compétence et celui

d'impartialité, et qu'elle témoigne de ce souci en se dotant d'un mode de fonctionnement également proche de celui du normalisateur américain (*due process*), mais où seuls interviennent ceux qui ont moyens et compétence pour le faire, réforme récente de la structure institutionnelle de l'IASB censée aboutir à un *Board* plus indépendant mais où dix membres sur douze viennent de l'univers anglo-saxon. Du côté de la stratégie du rejet on peut évoquer le fait que, auprès de certains membres de l'IOSCO comme auprès de la Commission, l'IASB se soit imposé en se présentant comme une alternative pour ceux qui ne voulaient pas entendre parler d'US GAAP.

Dès lors, quel type d'influence exercer sur l'IASB ? Une influence en amont semble difficile après l'abandon du projet de créer un normalisateur européen. En effet, faire prévaloir une conception comptable autre que la conception anglo-saxonne serait nuisible à la politique de rapprochement entre l'IASB et le FASB. Ni au niveau du contenu de la normalisation, ni au niveau de son déroulement institutionnel, les défenseurs d'un modèle alternatif ne semblent pouvoir faire pression sur les membres du *Board* pour modifier l'architecture globale du système. Reste possible une influence au cas par cas, au niveau du *due process* ou en aval de celui-ci, telle qu'elle s'est manifestée lors du rejet des normes 32 et 39 par des groupes d'intérêts privés (assureurs et banquiers) relayées par les autorités publiques (prise de position des gouverneurs des instituts d'émission, lettre du Président de la République au Président de la Commission européenne Prodi).

Cependant, même dans l'optique privilégiée par le FASB et l'IASB, de nombreuses questions restent ouvertes. La révision des cadres conceptuels, entreprise conjointement par ces deux organismes, peut être l'occasion de mettre en lumière l'absence de réponse à certaines difficultés de fond, comme par exemple le contenu imprécis de la notion de contrôle. Or cette notion ne détermine ni plus ni moins que le périmètre comptable d'une entité ! Aussi l'intervention de tiers, porteurs de visions ou d'expériences différentes, ne doit pas se concevoir seulement comme une tentative de faire coexister deux approches visant à décrire deux types d'entreprises mais également comme la possibilité de participer à un débat dont l'issue reste incertaine même si certains acquis paraissent irréversibles.

## **1.2. Les changements comptables, culturels et juridiques**

### ***1.2.1. Les changements comptables et culturels***

Les changements peuvent être vus de deux façons : ceux qui sont nécessaires, voire inévitables, pour absorber les évolutions techniques importantes ; ceux qui seraient nécessaires pour les maîtriser au mieux et en tirer le meilleur parti dans l'avenir.

- ***Les changements techniques*** : Ils sont la conséquence de la mise en œuvre des IFRS au plan de la tenue et de l'établissement des comptes. Ils concernent d'abord les préparateurs de comptes. Même si le substrat technique n'est pas modifié, certaines procédures, parfois devenues de véritables réflexes, devront être revues pour s'adapter aux nouvelles normes. Ils concernent les utilisateurs des comptes qui devront également adapter leur outil d'analyse et de contrôle.
- ***L'impact sur le droit comptable*** : l'obligation comptable reste territoriale : les directives imposent cette obligation aux sociétés de capitaux, le code de commerce à tous les commerçants. Ce dispositif n'est pas modifié. Les normes internationales s'appliquent toujours à des entités abstraites dont le périmètre reste mal défini, et cela quelle que soit la localisation des sociétés qui les composent.

Actuellement l'obligation comptable et la réglementation comptable peuvent être articulées au même niveau territorial ; la coordination n'est pas complètement satisfaisante en pratique mais

L'unicité relative qui en résulte garantit a priori une certaine cohérence et une certaine sécurité juridique. Dans le nouveau dispositif les deux processus seront indépendants, ce qui pose la question des modalités de leur articulation.

Dès lors, deux attitudes sont possibles : on abandonne l'unicité du modèle comptable et on confine l'usage des IFRS à une population bien déterminée, les autres entités continuant à appliquer des normes internes prises en fonction de la nature des obligations qui les concernent. Ou bien, on veut maintenir cette unicité et il faut alors instaurer des mécanismes de coordination assez complexes dont rien aujourd'hui ne garantit la possibilité juridique.

- **Les changements culturels** : comment lire les nouveaux comptes ?

La comptabilité change de nature, la formation des comptables comme celle des utilisateurs devra en tenir compte. Elle devient une discipline à la fois plus conceptuelle (il faut pouvoir replacer les problèmes techniques dans le cadre conceptuel) et plus technique (les IFRS sont beaucoup plus compliquées que les normes du PCG).

Pour les utilisateurs avertis, l'enjeu est donc de passer d'une connaissance technique sommaire permettant de lire directement les comptes (situation actuelle) à une compréhension plus conceptuelle du modèle comptable sans espoir de pouvoir utiliser directement la totalité des informations fournies. Pour les utilisateurs moins ou peu avertis, le recours à des médiateurs sera encore plus indispensable.

Le passage par deux filtres sera au minimum nécessaire : celui de l'auditeur qui, **encore plus qu'aujourd'hui**, devra assumer d'être seul la garantie que l'objectif d'image fidèle est raisonnablement atteint ; et celui des analystes spécialisés dont le rôle sera plus de commenter et d'expliquer que de retraiter les informations, la technicité des normes rendant par ailleurs dangereux, voire impossibles, les retraitements externes.

- **Juste valeur et nature de l'entreprise** : l'orientation vers l'information financière repose sur une série de présupposés qu'il convient de décrypter si l'on veut mesurer tous les enjeux. Cette orientation fait de l'investisseur minoritaire le principal destinataire de l'information ; elle revient à considérer l'entreprise comme un investissement financier. La valeur de marché ou la juste valeur sont les éléments de référence pour la comptabilisation.

Pour justifier cette orientation, deux arguments sont en général avancés : les investisseurs minoritaires sont ceux qui supportent le risque le plus important et l'information financière produite par la comptabilité est leur seul moyen d'information.

Sous les hypothèses requises (comportements rationnels, absence d'asymétries d'informations, concurrence parfaite...), les valeurs de marché représentent les valeurs économiques fondamentales. Cette comptabilité fournit donc la meilleure information pour tous les utilisateurs.

La comptabilité rejoint ainsi la théorie économique dominante. Il est évident que la mise en œuvre d'un tel programme a déjà entraîné des améliorations considérables de certaines normes comptables. Cependant, la question des limites de cette approche doit être posée.

Le premier argument est contesté et contestable. Pour certains, la liquidité offerte par les marchés a pour contrepartie le fait que les investisseurs minoritaires ne sont pas assimilables aux propriétaires ; ils ne supportent pas les risques les plus importants qui sont liés à la pérennité de l'entreprise.

Mais surtout, le second argument (à supposer qu'il soit réaliste) n'est pertinent que pour les entreprises "ouvertes", c'est-à-dire cotées. En effet, l'entreprise en général représente une entité hors marché, ses composantes (actifs, personnels...) ne sont pas négociées en permanence. C'est même pour assurer une certaine stabilité de ces éléments que les entreprises existent (Coase 1937).

L'orientation vers la juste valeur est donc une prise de position très forte et sans doute très contestable dès lors qu'elle prétend s'appliquer à toutes les entreprises. Il faut remarquer qu'aux ETATS-UNIS l'obligation comptable est réservée aux entreprises cotées. Il y a donc un glissement redoutable entre un point de départ assez facile à comprendre : les entreprises "ouvertes" doivent fournir des informations financières adaptées à leur statut, et un point d'arrivée beaucoup plus doctrinaire qui ferait de ces entreprises le seul modèle possible, à charge pour celles qui ne s'y conforment pas d'établir des comptes comme si...

L'explicitation de ces questions est un préalable à une bonne compréhension des enjeux. Cela ne suffit évidemment pas pour déterminer une position à tenir et encore moins une stratégie. Si l'on refuse l'orientation vers la juste valeur ou, du moins, si l'on en conteste la vocation universelle, il faut dire ce que l'on propose à la place.

Pour certains, la solution consiste à ne rien changer sur le fond, le coût historique restant incontournable, des exceptions bien encadrées pouvant permettre de traiter les difficultés éventuelles. L'enjeu des IFRS doit donc aussi être éclairé par une revue critique des faiblesses des modèles comptables actuels.

On retrouve derrière ces questions celle du maintien ou non de l'unicité du modèle comptable soulevée dans la discussion sur les impacts juridiques. Ce point semble trop sensible et trop central pour qu'une réponse simple soit envisageable, il ne faut donc sans doute pas l'aborder de front.

### ***1.2.2. La relation avec la fiscalité et les autres branches du droit***

S'agissant du droit fiscal, la restriction de l'utilisation des IFRS aux seuls comptes consolidés limite fortement les conséquences. La question est donc d'apprécier la pérennité de cette situation. Il est difficile de croire que cette situation puisse devenir définitive.

Tout d'abord, il paraît délicat de maintenir une doctrine affirmant que la base de la détermination de l'impôt est le résultat comptable (avec quelques retraitements) et d'appliquer des règles assez différentes pour fournir une information financière dont la qualité serait nécessairement présentée comme meilleure que celle procurée par les comptes individuels. Il faut donc s'attendre soit à un mouvement vers la déconnexion de la comptabilité/fiscalité avec des conséquences considérables sur le rôle et le statut de la comptabilité dans les PME, soit à un rapprochement progressif des principes de calcul du résultat fiscal des normes internationales. Or, les principes sont actuellement assez fondamentalement différents, notamment en matière de rattachement à l'exercice. Dans les deux hypothèses, les conséquences sont donc très importantes.

Ensuite, il existera certainement une pression technique pour supprimer la dichotomie ou pour en limiter les effets. Cette pression viendra naturellement des groupes mais on voit que ce phénomène va probablement toucher de plus en plus d'entreprises.

En matière de droit des sociétés, les conséquences de l'abandon de la notion de propriété comme critère d'inscription au bilan sont difficiles à mesurer car les notions de contrôle ne sont pas



encore stabilisées. Cependant, ces conséquences pourraient se révéler très lourdes. A terme, ce sont les contours et le contenu de la notion d'entreprise qui pourraient être affectés. Les conséquences sur les règles de distribution de dividendes ou de droit des faillites sont à étudier.

En matière de droit social, la référence aux IFRS pour apprécier certains éléments servant de base au calcul de droits entraînerait une perte de repère et obligerait à revoir de nombreuses dispositions. Ainsi, l'intégration de dotations aux provisions pour charges de retraites dans la rémunération risque à terme de modifier les assiettes de calcul des cotisations (comme des impôts sur le revenu pour les salariés) ; de même pour les stocks options.

Ces modifications ne vont pas nécessairement affecter profondément ces droits dans la mesure où il est possible d'envisager une déconnexion plus importante entre la comptabilité et ses conséquences juridiques, ce qui suppose cependant un très fort consensus entre les partenaires sociaux. Cela implique à terme l'émergence d'un droit comptable autonome.

### **1.3. L'impact sur les professions financières**

Au-delà des conséquences juridiques et pratiques, se pose la question essentielle de l'impact sur les différentes professions amenées à utiliser les IFRS, c'est-à-dire peu ou prou toutes les professions financières.

#### ***1.3.1. Que faut-il entendre par professions financières ?***

Pour répondre à cette question avec une vision large, on peut se reporter à l'idée de "filère du chiffre" proposée par Christian de BOISSIEU et Jean-Hervé LORENZI, même si, peut-être à cause de son originalité, cette idée ne convainc pas tous les observateurs. Il faut bien pourtant choisir une référence, même provisoire. Une fois l'hypothèque levée, il faut suivre les auteurs selon lesquels la filière rassemble plusieurs métiers, encore que, pour certains, mal identifiés. Ainsi du "Conseil en architecture comptable" (il doit s'agir des systèmes d'information financière), des auditeurs intervenant auprès des sociétés cotées, des professionnels spécialisés dans la notation des obligations, l'évaluation des actions pour conseiller l'épargne ou les entreprises, des analystes financiers, des agences de notation, des départements *asset management* des banques d'affaires, des gestionnaires de patrimoine, etc.

Il est également tentant d'inclure dans cette population les organismes de régulation et surtout les autorités de régulation. Le rapport sus-mentionné souligne les insuffisances de la régulation en vigueur jusqu'à présent dans cette filière et s'interroge sur les équilibres essentiels à trouver ou à respecter entre réglementation, code de bonne conduite, autorégulation et renforcement de l'éthique des affaires dans la perspective des futures étapes de l'intégration financière européenne.

#### ***1.3.2. Comment seront-elles affectées ?***

***Certains effets seront communs à toutes les professions financières,*** étant fait observer que leurs conséquences seront nettement différentes selon que les acteurs opéreront auprès d'entreprises soumises ou non aux normes IFRS.

- Dans le premier cas, les suites de ce changement s'orienteront autour du concept de sécurité/garantie. D'où les mesures destinées à neutraliser les conflits d'intérêt se traduisant par une nette séparation entre certains métiers (audit et conseil), institutions (gestion de fortune et établissements bancaires), etc. De telles dispositions, déjà proposées à maintes reprises dès la



fin des années soixante-dix, sont, et seront plus encore dans l'avenir, complétées par une série d'adaptations de la réglementation s'appliquant aux auditeurs, aux agences de notations, voire aux analystes financiers, bien que cela soit plus aléatoire concernant cette dernière profession. Enfin, l'adoption rapide par la plupart des professions de codes de bonne conduite aboutira dans un premier temps à un dispositif acceptable.

- Reste que les IFRS ne s'appliquent qu'à un nombre limité de groupes, bien que leaders en taille. Pour la grande majorité d'entre elles, les entreprises françaises n'appliqueront que partiellement, voire pas du tout, les normes internationales. Il en résultera évidemment des conséquences sur l'activité des professionnels, comptables notamment, qui les assistent. L'opinion souvent entendue selon laquelle il existerait un risque d'éclatement au sein des professionnels provoqué par la division des entreprises en plusieurs catégories ne relève pas du domaine de l'utopie. Poussé dans cette logique, le raisonnement conduit à des hypothèses très contrastées : la pratique quotidienne des IFRS dans les groupes de grande ou moyenne dimension aura tendance à élever le niveau des compétences du savoir-faire et de la vision du monde économique et financier, d'où un écart grandissant de culture professionnelle entre praticiens comptables et financiers et une homogénéité croissante entre acteurs opérant dans le secteur des sociétés cotées. A contrario, leurs confrères dédiés aux petites et moyennes entreprises se trouveront dépourvus du "fil rouge" autour duquel se rassemblent, se fédèrent des volontés et des initiatives.
- Le pire n'étant jamais tout à fait sûr, il est permis d'espérer que la technique comptable, même appliquée de façon modulée selon la taille des entreprises, gardera une vertu "unificatrice". L'exemple anglo-saxon (ETATS-UNIS, GRANDE BRETAGNE) témoigne en faveur de cette thèse. Au sein des instituts de Certified Public Accountants ou de Chartered Accountants, cohabitent des professionnels exerçant des activités fort diversifiées (de l'auditeur au spécialiste des patrimoines) unis par la possession du diplôme et du titre. La sagesse reviendrait à aménager, au sein de ces instituts, des espaces spécifiques se distinguant par des listes et des obligations adaptées aux disciplines exercées.

***A côté des effets plus ou moins communs, le passage aux IFRS*** est susceptible d'entraîner des conséquences plus spécifiques aux activités :

- La première est la fin de l'autorégulation chez les commissaires aux comptes par le transfert au nouveau Haut Conseil au Commissariat aux Comptes de certaines prérogatives jusqu'alors confiées à l'organisation professionnelle.

S'agissant des analystes financiers, la seule autorégulation ne permettra pas de dissiper les conflits d'intérêt les plus évidents. Le rapport déjà cité (cf. supra) souligne les insuffisances de la régulation en vigueur et s'interroge sur les équilibres essentiels à trouver ou à respecter entre réglementation, code de bonne conduite, autorégulation, et renforcement de l'éthique des affaires.

- Il est enfin préconisé que les pouvoirs publics prennent des initiatives pour favoriser l'émergence de firmes d'analyse financière indépendantes des banques (en particulier des banques d'investissement et autres intermédiaires financiers).

***Conséquences sur la gouvernance :***

- Les changements culturels pèseront sur le profil et les compétences des hauts responsables comptables et financiers qui devront posséder un champ de vision plus large que celui de leurs prédécesseurs. Cela vise également les niveaux intermédiaires. Globalement, il apparaît d'évidence que notre pays est invité à un effort en matière de formation, d'autant qu'il s'agit, au cas particulier, de faire passer dans les esprits un changement de modèle : sans tomber dans un cynisme incompatible avec ces matières austères, il n'est pas interdit d'évoquer l'émergence d'une ère nouvelle fondée sur des concepts sensiblement différents de ceux jusqu'à présent en vigueur. Pour éviter que trop d'acteurs ne se trouvent déstabilisés, voire mis hors jeu, il conviendra de porter l'effort de formation mentionné à hauteur institutionnelle. L'attention que devront porter les responsables à la réussite de ce changement appellera le recours à des moyens appropriés. Ainsi le suivi au moyen d'évaluations périodiques pourra apporter d'utiles enseignements.
- Le même investissement s'impose aux Administrateurs, particulièrement ceux appelés à siéger au sein des Conseils de sociétés cotées. D'ores et déjà, il est exigé d'eux un niveau de savoir et une disponibilité infiniment plus vaste. A cet égard, il faut citer l'initiative intéressante que représente la création, autour de Daniel LEBEGUE, de l'Institut Français des Administrateurs, qui a bénéficié du soutien d'un tour de table de 21 membres fondateurs ; son offre de services (site internet, séminaires de formation, lettre, "matinales", colloques et rapports) est appréciée par plusieurs centaines de membres ou partenaires. Il se développe, en FRANCE, d'autres actions sans oublier celles que mènent en interne plusieurs grands groupes cotés.

***L'impact sur les institutions s'oriente autour de deux axes :***

- Les organisations professionnelles subiront l'effet de l'orientation des activités réglementées marqué par la séparation avec les autres missions connexes qui, en contrepartie, pourront connaître un fort développement. La fin de l'autorégulation réduira le champ de compétence de ces institutions. Cette affirmation vise plus particulièrement les prérogatives en matière de contrôle de qualité, de dispositions déontologiques et, à terme plus ou moins rapproché, de normes comptables voire professionnelles.
- De leur côté, les autorités de régulation auront progressivement tendance à se substituer aux tribunaux de l'ordre judiciaire.

***1.3.3. Evolution dans le temps***

Le changement de modèle qu'entraîne l'introduction des IFRS produira des effets culturels dont il faut, dès à présent, tenir compte. Le thème est déjà abordé dans la contribution de J.P. MILOT qui évoque les conséquences du changement de nature de la comptabilité : formations des comptables comme celle des utilisateurs. Le fait de passer d'une connaissance technique sommaire de lecture des comptes à une compréhension plus conceptuelle du modèle comptable "sans espoir de pouvoir utiliser directement la totalité des informations fournies, constitue l'un des principaux défis culturels". D'où le recours vraisemblable à des médiateurs encore plus indispensables qu'aujourd'hui.

## ***2. Les hypothèses d'évolution***

Une fois effectué le constat d'un impact "tous azimuts" du passage aux IFRS sur notre tissu économique ainsi que sur l'ensemble des professions financières, se pose la question des évolutions prévisibles, notamment autour d'un sujet essentiel : celui du champ d'application des IFRS. Au stade actuel, trois hypothèses sont envisageables.

### **2.1. Un référentiel unique s'impose à tous**

Les analyses des impacts de l'adoption des normes IFRS conduisent à douter fortement du réalisme de cette hypothèse. Ce référentiel unique serait évidemment l'ensemble des IFRS. A quelle population s'appliquerait ce référentiel ? Dans la situation française actuelle et en supposant qu'il devienne le référentiel de droit commun, il s'appliquerait à toutes les entités ayant une obligation comptable à l'exception, peut-être, des entités publiques non marchandes.

Cette application pourrait prendre diverses formes et suivre un calendrier différencié. Le vecteur naturel serait les règlements du CRC, seul organisme compétent pour définir les règles comptables applicables aux entités non soumises à la comptabilité publique. Mais si le CRC est compétent pour définir les règles comptables, il n'a pas de compétence pour modifier le champ des obligations. Il ne pourrait donc pas exempter, par exemple, les personnes physiques ayant la qualité de commerçant ; tout au plus pourrait-il prévoir des allègements dans les obligations de publication, mais si le référentiel est unique, pas dans les règles elles-mêmes.

Ainsi la norme sur les impôts différés s'appliquerait aux commerçants personnes physiques. Il est à noter que, déjà, la directive européenne conçue au niveau européen pour s'appliquer aux sociétés de capitaux avait été transposée en FRANCE dans le code de commerce ; les difficultés qui en étaient résultées (notamment la notion de patrimoine "comptable") n'ont jamais été vraiment résolues. Cela n'a certes provoqué aucune catastrophe mais cela n'a pas non plus contribué à l'amélioration de la comptabilité de ces entreprises.

Toutefois, on pourrait admettre que les entreprises de petite taille et au capital "fermé" se limitent à la tenue d'une comptabilité à finalité fiscale, même si ce n'est pas la vérité officielle. Après tout, elles n'ont pas d'obligation de diffusion d'information financière et la situation avec les normes IFRS ne serait peut-être pas pire qu'aujourd'hui, si l'on met de côté l'inquiétude et l'incompréhension qui pourrait découler d'une proclamation officielle de leur application à cette catégorie d'entreprise.

Les conséquences seraient beaucoup plus lourdes pour les petites sociétés et notamment les petites SA qui ont l'obligation d'avoir un commissaire aux comptes et qui diffusent de l'information financière. Les obligations du tout IFRS seraient une charge considérable pour un gain en termes de qualité assez limité. L'IASB a incontestablement apporté des progrès comptables tout à fait pertinents pour ces entreprises et il serait évidemment intéressant d'en bénéficier, mais le tout IFRS se heurte à deux difficultés majeures.

La première est qu'on ne peut pas choisir ce qui est pertinent : il faut tout prendre. Même si certaines normes sont théoriquement pertinentes pour ces entreprises (impôts différés toujours), le gain de fiabilité et de qualité serait pour elles infimes par rapport à la situation actuelle alors que le changement serait très difficile et coûteux.

La seconde est que ces évolutions, même celles qui seraient pertinentes et donc souhaitables dans l'absolu, auront des conséquences importantes au plan juridique. Rien ne garantit un accompagnement adéquat en matière non seulement fiscale mais aussi de droit des sociétés ou de droit social. Dès lors, les progrès les plus souhaitables pourraient se payer très chers et le plus probable est que beaucoup d'entreprises ne voudront pas payer ce prix.

Cette hypothèse doit cependant être revue dans la perspective des évolutions inévitables et attendues du dispositif constitué par l'ensemble IASB, FASB. L'issue du débat entre les partisans de la normalisation basée sur les principes et ceux qui soutiennent une normalisation basée sur les règles aura des conséquences sur les questions soulevées dans ce texte à propos de l'adaptabilité du futur système à d'autres types d'entreprises. De même, la révision des cadres conceptuels conduira à préciser des notions qui seront alors plus ou moins transposables aux entreprises qui restent à l'écart des marchés financiers. Il serait donc sans doute utile de se préparer aussi à intervenir sur ces questions.

## **2.2. Un référentiel unique est appliqué de manière plus ou moins dégradée par certaines catégories d'entreprises**

Cette hypothèse représente en fait la variante réaliste du scénario précédent. D'ores et déjà, il est admis qu'il est nécessaire de prévoir un système simplifié pour les PME. A la suite de demandes insistantes, l'IASB a engagé des travaux pour définir un système applicable aux entreprises non cotées. Cependant, soit les simplifications portent sur le détail des informations publiées (et les règles de comptabilisation et d'évaluation sont celles des IAS/IFRS, les questions soulevées précédemment restent entières), soit on envisage le recours à d'autres règles (ce qui poserait le problème de la dualité du modèle). Cette question reste ouverte à ce stade. Si la conclusion devait être le maintien du modèle unique, l'élaboration d'un système simplifié ne serait pas une réponse adéquate pour les petites entreprises. Il est donc à prévoir qu'un grand nombre d'entre elles n'en appliquera qu'une partie ou procédera à des "interprétations" compatibles avec les possibilités techniques, les capacités de compréhension ou des considérations moins avouables.

Un tel scénario est dangereux car générateur d'insécurité juridique. Ainsi qu'il a été noté au point précédent, les petites SA ont des commissaires aux comptes. Comment ces derniers pourront-ils réagir face à des situations dans lesquelles une norme n'est ni appliquée ni sérieusement applicable ? En cas de contestation ou de procédures collectives, comment réagiront les tiers en constatant que les comptes ne sont pas toujours, et même jamais, "aux normes" ?

Il est également possible que le projet de l'IASB vise à la création d'un modèle différent (sur certains points) pour les PME. Dans ce cas, il est permis de penser que l'IASB n'est pas l'organisme le plus légitime et le mieux outillé pour proposer un tel modèle, les particularités régionales ou nationales jouant à ce niveau un rôle important. Quoi qu'il en soit, il faudrait que les autres niveaux de normalisation soient placés en liaison directe avec l'IASB sur un tel projet afin que l'ensemble des dimensions soient prises en considération.

## **2.3. Un modèle dominant sert de référence mais se décline selon la diversité des cas**

Cette hypothèse s'appuie sur la reconnaissance de la situation actuelle qui, si elle n'est pas totalement satisfaisante, permet néanmoins d'assurer une certaine rigueur dans l'information financière disponible pour un ensemble très vaste d'entreprises. Le dilemme de la normalisation comptable a toujours résidé dans la contradiction entre la performance des normes et l'étendue de leur champ

d'application. Plus les normes visent des populations homogènes et plus elles peuvent être précises et pertinentes, plus elles visent large et plus elles doivent accepter des compromis et des approximations.

L'équilibre du système existant en FRANCE est d'abord un choix de champ d'application large. Il paraît difficile de le remettre en cause pour de très nombreuses raisons : conséquences juridiques, mais aussi sociologiques, y compris pour les professions comptables. Dès lors et puisque les IFRS constituent la référence indépassable pour quelques décennies au moins, il faut organiser la coexistence de cet élément nouveau avec notre dispositif en ayant pour objectif minimum de ne pas dégrader la situation des entreprises et des comptables peu concernés par les IFRS.

Cela exige sans doute une instance à deux niveaux : national et européen, ayant la légitimité et la capacité technique nécessaire pour organiser cette coexistence et pour travailler avec l'IASB. Cela ne signifie pas nécessairement deux référentiels, ce qui serait une difficulté majeure, mais une capacité reconnue pour aménager des transitions ou des dérogations qui seraient ainsi maîtrisées en fonction d'objectifs clairement affichés.

Cette dernière hypothèse se différenciera plus ou moins de la première suivant l'évolution du système IFRS, FASB. Elle peut en effet conduire à la création d'une véritable alternative comme se limiter à proposer des aménagements mineurs aux normes internationales. Tout dépendra de choix qui restent à effectuer dans les futures normes mondiales. Si cette hypothèse doit être privilégiée, il est clair qu'elle sera d'autant plus facile à mettre en œuvre que l'ampleur des écarts avec les normes mondiales sera réduit.

### **3. La dimension européenne du débat et les actions à mener**

Le passage aux IFRS a jusqu'à présent été mené dans un contexte d'interrogations, voire d'appréhension des acteurs économiques. Compte-tenu des différentes hypothèses qui viennent d'être bâties, la question se pose maintenant des actions à mener, dans le cadre européen comme dans le cadre national.

#### **3.1. La dimension européenne du débat**

##### ***3.1.1. Un constat : la dimension européenne du débat est croissante***

Le besoin croissant de la normalisation internationale, qu'il s'agisse du choix du modèle américain ou du rôle de l'IASB, implique une coordination accrue entre acteurs européens. Or, celle-ci ne s'est historiquement pas faite de manière linéaire et irrépressible. C'est un phénomène progressif et itératif, associant des acteurs aux objectifs parfois contradictoires.

Les enjeux du débat européen sont doubles : ils portent en effet, à la fois sur la substance des sujets (choix des normes et des obligations s'imposant aux entreprises européennes) et sur le processus de décision interne.

Sur le second point, il s'agit de prendre en compte l'évolution qui, de régulateurs nationaux, tant pour la normalisation comptable (CNC et Ministère de l'Economie en France) que pour l'information financière (COB puis AMF), amène progressivement à l'émergence de normes et de références européennes, sans que, pour le moment, se dessine la création de régulateurs communautaires uniques. Ce constat amène d'ailleurs naturellement à la question du rôle de l'IASB, régulateur européen sans le vouloir.

Ce renforcement du niveau communautaire traduit en effet le passage :

- d'une situation de départ dans laquelle des régulateurs nationaux aux compétences et à l'influence variables interviennent dans un cadre européen limité dans son champ, et fondé sur la coopération inter-gouvernementale et la reconnaissance mutuelle,
- à la situation actuelle, qui est celle d'une phase de transition : le modèle inter-gouvernemental reste très fort mais la Commission joue un rôle croissant en se fondant sur sa capacité d'initiative et son rôle d'arbitre entre des modèles nationaux.

L'enjeu est désormais celui des évolutions à venir : elle est liée à la dynamique propre du dossier comptable, lié au choix du référentiel international qui incite à apporter une réponse unique à la transposition des IFRS ; mais elle résultera aussi très largement des facteurs externes : intégration croissante du marché intérieur, qu'il s'agisse des entreprises (directive BOLKESTEIN) ou des entreprises de marché (EURONEXT et le *London Stock Exchange*), ou encore du droit commercial (société européenne).

Dans ces évolutions futures, le poids des différentes institutions européennes va être déterminant pour anticiper la direction prise. De la même façon, il permettra aussi de calibrer les types d'interventions nécessaires pour faire passer des "idées françaises" dans le débat communautaire.



Ce poids n'est pas seulement celui des institutions au sein du Traité d'Union : Commission, Etats-membres, Parlement européen. Il reste aux régulateurs nationaux (en particulier les autorités de marché) et aux institutions professionnelles européennes un rôle essentiel à jouer.

Enfin, il est clair que les relais d'opinions de l'économie européenne (presse, *think-tank*s) vont avoir un rôle central, comme l'a montré il y a quelques mois le débat sur l'IAS 39.

### **3.1.2. Les dossiers d'actualité**

Deux dossiers essentiels illustrent l'influence croissante du cadre communautaire en matière de normalisation comptable (sans même parler des dossiers pour lesquels la dimension comptable est indirecte, comme la directive BOLKESTEIN sur la prestation de services).

- ***Le premier est celui de la prise en compte par l'IASB des intérêts communautaires.***

En la matière, la position européenne est ambiguë : l'Union ne s'est pas dotée, comme les ETATS-UNIS, d'un régulateur unique mais a, en quelque sorte, "externalisé" cette fonction en créant un lien institutionnel entre les normes définies par l'IASB et les normes applicables au sein de l'Union.

Prise au piège de cette ambiguïté et faute de ce régulateur unique, l'Union ne peut que rechercher l'accroissement du poids de l'UE au sein des instances décisionnelles de l'IASB. Cela explique la récente contribution de la Commission aux réflexions sur la réforme de l'institution, fondée sur un principe : celui de la représentation, tant à l'IASB qu'au sein du *Board of Trustees*, réservée à des ressortissants de pays appliquant les normes.

Cette contribution pose plusieurs problèmes : elle ne prend pas en compte la dissociation croissante entre nationalités des représentants et origine professionnelle de ceux-ci (et donc le rôle des firmes internationales) ; elle crée une difficulté d'interprétation (s'agit-il de l'intégralité des normes ou de certaines d'entre elles ? L'application dans un cadre volontaire et non normatif est-elle incluse ?) ; enfin, elle soulève la question de la relation avec les normalisateurs non-européens, américain en particulier : si l'influence américaine pèse sur l'IASB, elle contribue aussi à rapprocher les deux normalisateurs, ce qui ne peut que rendre plus facile l'adoption des normes IFRS par des économies soumises par ailleurs aux contraintes d'une cotation aux ETATS-UNIS.

- ***Le second dossier d'actualité est celui de la mise en œuvre de la 8<sup>ème</sup> directive, récemment adoptée.***

Sur un certain nombre de dossiers liés à l'exercice de la profession comptable et à la gouvernance des sociétés, elle a, comme la loi SARBANES-OXLEY aux ETATS-UNIS, une influence sur le contexte dans lequel sont mises en œuvre les normes comptables. Elle est donc un facteur essentiel de la mise en œuvre des IFRS dans les sociétés européennes. En matière de comité d'audit, de désignation d'administrateurs indépendants, de rotation des commissaires aux comptes, d'incompatibilités, de plafonnement de la responsabilité, elle devrait, autant que le passage aux IFRS, jouer durablement sur la gouvernance et sur l'information financière pour les investisseurs.

### ***3.1.3. Améliorer l'influence des positions françaises dans les prises de décision***

Comment, dans le cadre évolutif qui vient d'être tracé, peut-on favoriser la prise en compte des intérêts de toutes les entreprises françaises confrontées aux IFRS ? C'est évidemment une question centrale, dont les péripéties du dossier "IFRS 39" des derniers mois illustrent le caractère essentiel. D'une part, le cadre communautaire devient le cadre de référence en la matière ; d'autre part, l'ambiguïté de la relation entre la Commission et l'IASB constitue un élément qui ne peut être ignoré : l'IASB est un régulateur européen, sans le nom, tout en revendiquant une légitimité internationale, tandis que la Commission, qui s'est placée en quelque sorte sous la férule de l'IASB, "délégataire" de la régulation communautaire, obtient par ce fait un pouvoir d'influence sur le même IASB.

Dans ce cadre, le processus de décision et d'influence relève de la relation ambiguë mentionnée plus haut à laquelle il faut ajouter une constante économique à ne pas négliger : l'attractivité de la place financière américaine et donc pour les normes US-GAAP, qui pèse sur les décisions qui peuvent être prises par l'IASB.

L'influence française doit s'exercer dans deux directions complémentaires : à court terme, elle doit accompagner la mise en place et l'adaptation des normes dans un cadre européen ; à plus long terme, elle doit chercher à se renforcer au sein de l'IASB, c'est-à-dire dans la phase amont de conception des normes elles-mêmes.

## **3.2. Les actions à mener**

Au terme de notre analyse et de ce rapport d'étape, deux conclusions appelant actions sont sans doute à tirer :

- La première est celle du fonctionnement du "système IFRS" : il s'agit d'apprécier les moyens de rendre plus audible la voix des entreprises (et des pouvoirs publics) françaises à l'échelon européen ainsi qu'à l'IASB, de façon à ce que les travaux de ce dernier prennent en compte les réalités de l'économie européenne. C'est donc la question de la gouvernance.
- La seconde est celle des conséquences de l'introduction des IFRS sur le tissu économique français : certes les seules entreprises faisant appel public à l'épargne sont directement concernées par l'application des normes. Mais, dans ce contexte, quel traitement réserver au reste du tissu économique français ?

### ***3.2.1. La gouvernance du "système IFRS"***

La première question qui se pose est celle du fonctionnement du "système IFRS". S'il résulte des travaux du groupe que les entreprises françaises, après quelques difficultés d'ajustements initiaux, ont globalement bien passé le cap des premières publications de comptes semestriels en normes IFRS, la question du fonctionnement en rythme de croissance du processus de normalisation demeure plus de jamais d'actualité.

Les enjeux pour l'économie et les institutions françaises sont de plusieurs natures :

- ***La participation aux débats intra-européens.***

Le choix de la norme internationale et la renonciation à une normalisation européenne proprement dite ne résumant pas les décisions qui doivent être prises au niveau européen. En effet, entre le normalisateur international et l'entreprise européenne qui applique les IFRS, manque aujourd'hui l'échelon essentiel de l'interprétation. Entre le principe général et le cas particulier (au besoin traité par une procédure d'urgence), il faut que l'EUROPE se dote d'une instance d'interprétation seule capable de faire correspondre une règle qui se veut universelle aux réalités économiques de l'EUROPE, et de la zone euro tout particulièrement. Dans ce contexte, il faut que la FRANCE relance l'initiative d'un comité d'interprétation européen.

- ***La réforme de l'IASB.***

Sur ce point, on peut considérer que la Commission européenne (tout du moins ses services) a mené des actions plutôt positives dans les derniers mois, en mettant au premier plan la nécessité du rééquilibrage dans le recrutement des membres du *Board*. **Il convient que la FRANCE continue à appuyer cette action de lobbying, tant par l'action de ses pouvoirs publics (auprès notamment du commissaire compétent) que par celle de ses instances techniques et professionnelles. Quelle que soit la démarche retenue, il importe de rassembler tous les acteurs concernés (professionnels, autorités de marché, CNC, etc.) pour promouvoir une "vision européenne" de la réforme de l'IASB.**

- ***La participation aux travaux mêmes de l'IASB.***

Aujourd'hui, il ressort clairement des travaux du groupe que la FRANCE ne possède que très marginalement la capacité d'intervention technique dans les débats doctrinaux à l'IASB. Or, au sein d'une instance internationale comme l'IASB, la légitimité d'une position se fonde largement sur la mobilisation de capacités techniques. **Pour pouvoir le faire, il est donc impératif de conforter un certain nombre d'acteurs, à commencer par le CNC (mais on peut aussi penser à la doctrine comptable au sein des universités ou des grandes écoles). Cela passera par la prise de conscience des milieux financiers et professionnels (et sur ce point le Centre National des Professions Financières est prêt à jouer son rôle), mais aussi par une politique lisible des pouvoirs publics.**

### ***3.2.2. Le nouveau paysage comptable français***

L'analyse menée a identifié la véritable faille de l'adoption des IFRS pour les entreprises européennes faisant appel à l'épargne : le risque de création d'une EUROPE du chiffre à deux vitesses. D'un côté des entreprises cotées s'accommodant bon gré mal gré d'un système certes contraignant mais leur facilitant la vie, tant en EUROPE que (peut-être un jour) aux ETATS-UNIS. De l'autre, l'essentiel du tissu économique vivant ce changement comme une contrainte nouvelle sans contrepartie, et créant un risque de marginalisation des entreprises françaises en EUROPE.

Des trois hypothèses d'évolution esquissées dans ce rapport, il nous apparaît que le plus porteur pour l'essentiel du tissu économique français est bien celui consacrant un modèle dominant mais non exclusif (celui des IFRS), décliné au niveau national selon la diversité des situations.

Se pose immédiatement la question des moyens mis en œuvre pour aboutir au résultat ainsi fixé comme objectif :

- ***Ces moyens sont de deux natures :***

- ◇ D'une part, il s'agit du cadre politico-juridique national. Il convient donc de s'interroger sur l'adaptation de nos règles, de nos procédures et de nos instances au regard du "big bang" des IFRS. Notre système français de normalisation, qui a lentement évolué au cours des trente dernières années, a-t-il aujourd'hui les moyens d'atteindre les objectifs qui viennent d'être énumérés, tant au niveau international que communautaire, et pour l'ensemble des entreprises françaises ?
- ◇ D'autre part, se pose la question des moyens matériels. Le CNC existe, il est essentiel au bon fonctionnement de notre paysage comptable, et il serait sans doute dangereux de remettre en cause son existence. Pour autant, il faut lui fournir des moyens d'action adaptés aux contextes internationaux et européens. Se pose aussi la question du mode de prise de décision. Traditionnellement, les acteurs français ont toujours privilégié la recherche du consensus, au besoin même en différant des prises de décision urgentes. Ce qui pouvait se concevoir dans un paysage comptable clos, et limité au cadre national, devient un vrai handicap, minant la légitimité du CNC notamment. S'il n'existe pas de solution toute faite, force est de s'interroger sur la pertinence de s'inspirer du modèle anglo-saxon dans lequel, après un travail de fond fait par des techniciens et de larges procédures de consultations, la décision est prise par une "minorité agissante". Cela suppose donc une capacité d'expertise indépendante (indépendante notamment des professionnels qui devront appliquer les décisions), ce qui renvoie à une problématique déjà envisagée pour accroître notre influence internationale.

- ***Cette question pose immédiatement celle de l'implication des pouvoirs publics.***

Ceux-ci, depuis le début du processus de passage aux IFRS, n'ont montré qu'un intérêt limité sur les conséquences systémiques, tant européennes que nationale, de celui-ci. On constate que, sur les différents sujets traités par le groupe de travail, il n'y a pas de "position française", mais l'intervention de plusieurs acteurs qui, légitimement, interviennent sur les sujets de leur compétence mais sans maîtriser l'ensemble des enjeux publics. Cette absence de référence publique apparaît d'autant plus impérieuse que les entreprises, divisées dans leurs intérêts (entreprises cotées ou non, de taille différente...), ne peuvent prétendre à elle seule incarner une "position française".

- ***Enfin, les professionnels jouent un rôle ambigu et forcément limité*** par les risques de confusion d'intérêt entre celui qui normalise, ou transpose la norme, et celui qui l'appliquera. S'ajoute à cela la divergence possible entre les intérêts encore pour partie nationaux des utilisateurs, et la politique et la doctrine des grands cabinets, souvent fixées au niveau mondial.

Il faut donc identifier aujourd'hui les moyens à mettre en œuvre de manière crédible pour offrir aux entreprises françaises un système complet normatif qui leur permettent de vivre dans un environnement de concurrence loyale avec leurs consoeurs soumises aux IFRS, tout en limitant les contraintes nouvelles, en particulier pour les PME.

**ANNEXE : GLOSSAIRE ET TABLE DES SIGLES**

AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ASB	Accounting Standards Board
ASC	Accounting Standards Council
Big 4	Ernst & Young, Deloitte, Pricewaterhouse Coopers et KPMG
CNC	Conseil National de la Comptabilité
COB	Commission des Opérations de Bourse
CRC	Comité de la Réglementation Comptable
FASB	Federal Accounting Standards Board
FRSSE	Financial reporting Standard for Smaller Entities
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFAC	International Federation of Automatic Control
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
OICV	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
PCG	Plan Comptable Général
PIB	Produit Intérieur Brut
UE	Union Européenne
US GAAP	Generally Accepted Accounting Practices