

---

# 2011

## Octobre

---

# LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 15*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions  
Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Marie-Jeanne MAILLOT

### Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

[a.barbosa@professionsfinancieres.com](mailto:a.barbosa@professionsfinancieres.com)

\* \*

\*

## EDITORIAL

Jean-Jacques PERQUEL..... page 1

## ACTUALITÉ & ÉCONOMIE

*L'avenir du financement des investissements dans le  
contexte de Bâle III, Solvency II et la destruction des  
Bourses*

Jean-Jacques PERQUEL..... page 2

*« Double dip » ou « Inflation »*

Jean-Jacques PERQUEL..... page 8

*The financial crisis : Some preliminary conclusions*

Michael VON BRENTANO..... page 11

## COMPTABILITÉ

*Des comptes : pour qui ? pour quoi ?*

Gilbert GÉLARD..... page 16

*L'objectif d'un référentiel comptable mondial est-il  
toujours crédible ?*

Jean-Louis MULLENBACH..... page 23

## BOURSES ET FINANCE

*Quelques idées concernant la Bourse*

Jean-Jacques PERQUEL..... page 26

On pouvait penser que la crise de 1930 ayant été si souvent analysée, il se créerait un consensus entre les différentes thèses de l'époque. ROBINS était défenseur d'une stricte orthodoxie au risque de provoquer un chômage inhumain. En incitant à lutter contre la thésaurisation, KEYNES rendait plus difficile la « liquidation » de la crise et la faisait durer.

Or, on retrouve à l'heure actuelle les mêmes approches.

Les « classiques » autour des économistes allemands comme ISSING ou WEBER prêchent pour une austérité qui devrait s'accompagner d'une accélération temporaire de la crise. A cela s'ajoute le mythe du « mauvais riche » qui ne veut pas partager avec le « mauvais pauvre » (tous deux étant coupables l'un de manque de solidarité, l'autre d'un laxisme de style « cigale » qui ne donne pas envie de l'aider).

A contrario, en bon néo-keynésien, la Federal Reserve a pris des mesures pour sauver les banques malgré une exception « l'affaire Lehman », seule opération fondamentalement orthodoxe (il fallait remettre en cause la règle « too big to fail » et en faire un exemple). Cependant, les dégâts ont été dramatiques et ont donné une leçon aux tenants de la ligne dure des « classiques ». Malgré tout, après deux Quantitative Easings (QE 1 et 2) la FED n'a pas réussi à relancer l'immobilier, secteur à l'origine de la crise, d'où les critiques de KRUGMAN selon lesquelles cette politique n'a pas été suffisamment keynésienne et donc s'est révélée relativement inefficace

Mais on oublie, dans cette querelle d'économistes, quelques traits propres à la situation actuelle qui n'existaient pas dans les années 30 :

- 1- La mondialisation qui casse le modèle schumpétérien de « destructions constructives » puisque les destructions ont lieu dans les pays occidentaux, les constructions dans les pays émergents ;
- 2- Des dérivations financières ont absorbé une grande partie des fonds que l'on a distribués aux banques pour qu'elles viennent en aide à l'économie.

Bien plus, au plus fort de cette crise on rend plus difficile aux entreprises la collecte de fonds tant par la remise en cause d'une structure logique des bourses (MIFID) que par le développement d'une comptabilité pro-cyclique (IFRS et Fair Value).

Aussi, pour répondre à quelques unes des questions posées on a traité dans ce cahier de la situation économique. Michael von BRENTANO a traité de la façon dont on voyait de Londres le début de la crise actuelle, Jean-Louis MULLENBACH et Gilbert GELARD ont analysé le rôle de la comptabilité tandis que Gérard RAMEIX a montré que malgré les mesures malsaines que l'on a décidées ou envisagées (MIFID I et II), la France avait encore des possibilités pour défendre son économie.

- Jean-Jacques PERQUEL -

\* \* \*

## *L'avenir du financement des investissements dans le contexte de Bâle III, Solvency II et la destruction des Bourses*

### Biographie :



**Jean-Jacques PERQUEL**, Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'École des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : 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'Aguesseau 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. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

L'économie française, comme celle de la plupart des pays occidentaux est caractérisée, depuis la crise de 2007-2008 par un important renouveau économique. La création d'entreprises (580 000 en 2009), souvent de très petites entités (TPE), a pour contrepartie un nombre élevé de faillites (un peu plus de 50 000 par an). Depuis le dernier trimestre 2010, la situation économique s'améliore, le chômage commence à diminuer.

Les Autorités Financières restent traumatisées par l'ampleur d'une crise qu'elles ont été incapables de prévoir. Elles la traitent, selon des recettes issues de théories économiques, parfois critiquables. Ainsi, les Américains semblent réussir à relancer leur économie grâce à une politique néo-keynésienne d'émission monétaire. Par contre, l'Europe a subi l'influence d'Hayek et a pratiqué une politique plus conservatrice. Cela a provoqué la crise actuelle de l'Euro, puisqu'un certain nombre de pays se sont trouvés en manque de liquidités.

Dans tous les cas, les Politiques sont d'accord pour renforcer considérablement les réglementations. Pour en comprendre les effets sur l'économie française, il nous faut analyser la situation, envisager les conséquences de ces mesures et l'évolution de la Bourse, et voir comment on pourrait compenser sur le plan interne les dégâts de la politique financière internationale.

### **I. LA SITUATION FRANÇAISE**

Si les investissements totaux en France en 2009 (derniers chiffres publiés par l'INSEE) atteignaient 392 milliards, 100 milliards étaient utilisés par les ménages essentiellement pour l'habitat privé. Les investissements publics représentaient 63 milliards. L'autofinancement des entreprises étaient de 139 milliards. Le reste était fourni par de l'endettement bancaire et l'appel au marché. Mais, on doit ajouter également les investissements étrangers en France soit 42,9 milliards et retrancher les investissements à l'étranger qui ont, la même année, atteint 105,9 milliards (à noter que ce déficit d'investissements en France : 63 milliards est à peu près équivalent à celui de la balance commerciale : 54 milliards). Au total, le financement externe des entreprises est pour 63 milliards réalisé par un appel au public institutionnel et privé, et pour 157 milliards soit les 2/3 par des prêts bancaires et d'assureurs La Bourse ne pratique presque plus son rôle pourtant historique de collecteur de fonds.

En résumé les trois secteurs : Banque, Assurance et Bourse, apportent, plus ou moins, leur pierre à l'investissement. Le secteur bancaire fournit un peu de fonds aux entreprises en utilisant leurs dépôts (parfois transformés en investissements à long terme), mais surtout organise des souscriptions à des obligations et à des titres à moyen terme. Quant à eux, les assureurs investissent une partie de leurs « réserves » en actions et obligations. Ils sont les seuls vrais investisseurs sur le marché, bien qu'ils ne représentent qu'une faible part des transactions, car le plus gros des opérations est réalisé par des spéculateurs internationaux : les « arbitrageurs ». Le montant des appels au marché financier (introduction et augmentation de capital) a été faible en 2009, cependant, vu l'importance de l'épargne privée (16 % du Produit National Brut) il y aurait des possibilités non négligeables de faire appel aux « ménages ». Le montant total de l'épargne accumulée représentait en 2007 (rapport Olivier GARNIER et Alain THESMAR de 2009) 10 700 milliards d'euro, l'épargne financière 3 600 milliards répartis entre les dépôts (29%), les actions et obligations (18%), l'assurance – vie (36%). Comme le public français est très sensible à la fiscalité, il suffit d'offrir un avantage fiscal pour trouver des fonds. Ainsi, la baisse de l'ISF en faveur de la souscription à des titres de petites et moyennes entreprises a permis de collecter près d'un milliard d'euro.

## II. LES MESURES PRISES PAR LES AUTORITES FINANCIERES

Les américains ont répondu à la crise par trois séries de mesures :

- 1- une relance par le déficit budgétaire : Quantitative Easing (QE) 1 et 2 ;
- 2- quelques décisions d'augmentation de réserves. Ils ont accepté Bâle III, mais il subsiste un certain manque de confiance des étrangers dans la mesure où les américains n'ont pas toujours voté Bâle II ;
- 3- la Loi DODD-FRANK a surtout décidé d'augmenter la « responsabilité » des intermédiaires (mesures pour responsabiliser les experts-comptables, les sociétés de notation, obligation de conserver 5% des produits titrisés, etc.)

En Europe, il existe une forte tendance à réduire le rôle de la Banque Centrale Européenne – BCE comme « prêteur en dernier ressort » ce qui rappelle un peu les desideratas de certains membres du « Tea Party » de vouloir supprimer la « federal reserve ». Aussi, a-t-on commencé une politique de fonds de garantie pour les États en difficulté.

Par contre, pour éviter que des banques ou des compagnies d'assurances (ce qui n'a pourtant pas été le cas) mettent en difficulté l'économie de la zone euro, on a renforcé les demandes de « réserves » par deux décisions qu'il nous faut analyser : Bâle III et Solvency II.

### A. Bâle III et ses avatars

Le désir « politique » de réduire l'importance des banques centrales, la peur des Autorités de ne pas être à la hauteur si une nouvelle crise apparaissait, et surtout l'échec des premiers « stress tests » chargés de ramener la confiance ont entraîné la création d'un système très contraignant, aggravé par les nouveaux stress tests et provoquant un effet « d'exclusion » sur le marché obligataire.

#### LES PRINCIPALES MESURES

Elles portent sur deux types de ratios de « solvabilité » et « liquidité » mais qui l'un et l'autre présentent une accumulation de règles souvent exagérées dont l'effet est un peu amorti par les délais « d'adaptation » qui ont été consentis (application fixée entre 2013 et 2019) :

1- le ratio de solvabilité comprend le « Core Tier One » placé en fonds d'État et les actions de capital de l'entreprise, qui passe progressivement de 2 à 4,5%. S'y ajoute le reste du « Tier One » de 1,5%, le « coussin de sécurité » (Capital Conservation Buffer) qui doit progressivement atteindre 2,5%, ce qui reste de « Tier Two » soit encore 2% (total 10,5%), mais ce n'est pas tout. On envisage, dès la reprise économique, un « coussin contracyclique » compris entre 0 et 2,5% et une taxe spéciale sur les établissements systémiques (dont personne jusqu'à présent n'a défini les contours).

Bien plus, les postes d'actifs sont affectés de coefficients qui favorisent les opérations classiques de crédit mais sont très dures pour les produits purement financiers. Mais, comme ces produits assurent une part importante de la rentabilité des banques, celles-ci vont pénaliser par des hausses de frais, les opérations classiques ;

2- le coefficient de liquidité est bien plus dangereux. Il comprend un ratio à un mois le « liquidity coverage ratio - LCR » selon lequel toute banque doit pouvoir se suffire à elle-même en cas de crise systémique ce qui l'oblige à détenir un certain montant de titres d'État (sans que l'on précise le risque de faillite qui peut intervenir...même dans la zone euro - application prévue en 2015) et le même type de ratio à un an le « net stable funding ratio - NSFR » (prévu pour 2018);

A ces mesures s'ajoutent les nouveaux « stress tests » où l'on demande aux banques de pouvoir faire face à une détérioration de l'économie de 5%, à une baisse des marchés boursiers de 15%, à une hausse des taux de 75 points de base et à une dépréciation du dollar de 4% (mais, on admet que les fonds d'Etat des pays de la zone euro ne présentent aucun risque !).

Tout cela a pour conséquence une forte diminution des possibilités des banques de prêter ou même de trouver des fonds extérieurs pour leurs clients puisqu'il se produit un effet « d'exclusion » : les fonds existants sur le marché étant absorbés essentiellement par les banques pour remplir leurs différents fonds de réserve ou pour répondre aux règles de liquidité, de solvabilité ou les stress tests.

Ainsi, on aura un double résultat : une quasi-impossibilité pour les petites structures de trouver des fonds, les rares fonds disponibles étant réservés aux grandes sociétés considérées souvent comme sans risque, et le coût des opérations sera aggravé pour faire face aux moindres possibilités des banques de faire les opérations les plus rentables.

## **B. Solvency II et les études quantitatives d'impact QIS**

Le secteur des assurances a, à l'heure actuelle, des réserves mathématiques de 1 350 milliards d'euro avec un flux annuel de 120 milliards, même si la collecte brute a baissé de 12% en 2011 (tandis que la collecte nette, cotisations – prestations a été réduite de 41%). Cette décollecte semble due à une « hausse des dépôts » dans les livrets A et de développement durable, car le public a l'espoir d'une hausse de taux à 2% (taux qui reste non imposable). Seulement 12% des réserves vont actuellement vers les actions, cotées ou non cotées.

Bien que les compagnies d'assurances européennes aient passé sans difficulté l'épreuve de la crise financière, les autorités de contrôle ont décidé de renforcer la réglementation avec la « Directive 2009/138/EC du 25 novembre 2009 » avec application dès le 1<sup>er</sup> janvier 2013, provoquant une panique en Europe. AXA a prétendu qu'en quelques années les compagnies d'assurances européennes avaient vendu pour 400 milliards d'euro d'actions.

Cette directive comprend trois piliers :

- 1- le réglementation de la capitalisation suivant les risques pris. Les compagnies peuvent créer des modèles internes ou faire appel, pour définir la « formule standard SCR - Solvency Capital Requirement », à des organismes extérieurs. La première solution est beaucoup plus coûteuse. Aussi, seules les très grandes compagnies peuvent l'utiliser. Mais, c'est ensuite moins contraignant. Les exigences de fonds propres sont réduites de 20% ce qui majore l'excédent de SCR de 6% tandis que les sociétés qui font appel à des aides externes voient réduire leur excédent de SCR de 4% ;
- 2- l'augmentation du niveau de protection du risque (Capital Minimum ou MCR) ;
- 3- le développement de la transparence.

Les deux critères de capital cible SCR et de capital minimum MCR posent beaucoup de problèmes aux compagnies. L'étude d'impact QIS 5, portant sur les années 2008 et 2009, a montré que pour 70% des sociétés l'excédent de SCR dépassait 395 milliards et celui du MCR 676 milliards. Mais, le nouvel organisme de contrôle l'EIOPA faisait remarquer que 15% des sociétés n'atteignait pas leur SCR, et même 9% étaient au dessous de 75% de leur SCR. Par ailleurs, le système a une très grande volatilité.

Ainsi le QIS 5, sur la base des années 2008 et 2009 montre que la capitalisation cible est de 179 % des besoins des entreprises. Or, le même calcul effectué en 2010 montrait une chute puisque, sans que les entreprises aient démérité, le ratio était tombé à 104%. Si les cours obligataires continuaient à baisser on pourrait être très vite dans l'obligation d'augmenter les capitaux propres des sociétés.

Cette situation pose des problèmes « ubuesques » dans la mesure où les mutuelles n'ont pas la possibilité d'augmenter leurs fonds propres.

Par contre, les compagnies d'assurance et les mutuelles sont obligées de tenir compte des coefficients de « réserves » différents suivant les types d'actifs qu'elles détiennent. Les fonds d'Etat, même Grecs, demandent une « couverture » beaucoup plus faible que les actions cotées et surtout non cotées. Les compagnies sont donc contraintes de réduire considérablement leur portefeuille d'actions. Cela devrait encore augmenter la part de titres détenus par les fonds de pensions qui ne subissent aucune des règles de Solvency II. Or, la France est presque dépourvue de « fonds de pension » ce qui aggrave sensiblement notre dépendance à l'égard des étrangers.

### **C. La bourse peut-elle jouer un rôle ?**

A l'époque de KEYNES et de SCHUMPETER, la Bourse avait trois buts : la collecte de fonds, la défense de l'épargne et l'évaluation des entreprises. Tout cela s'est modifié peu à peu. Le rôle de collecteur de fonds a disparu, d'abord aux USA (mais dans ce pays les fonds de pensions assurent la collecte des fonds nécessaires à l'économie), puis en France il y a quelques années. En effet, les introductions et augmentations de capital sont insuffisantes pour compenser les retraits d'entreprises.

La notion de « défense de l'épargne » a été remplacée par le besoin de liquidité des institutionnels.

L'évaluation des entreprises a été considérablement améliorée par le développement de l'analyse financière, même si le caractère moutonneux des intermédiaires les incite parfois à se retrancher derrière un « consensus » dont on préfère ignorer l'origine.

Si après la « crise financière », on prétend rechercher plus de « transparence » et d'« intégrité » dans le marché financier, on développe en fait deux tendances fondamentalement malsaines :

- 1- la multiplication des marchés concurrents avec d'un côté des marchés officiels ouverts au public, des MTF, des Black Pools des opérations OTC (de gré à gré). Par contre, on ouvre au public des marchés hyper spéculatifs comme les marchés de matières premières, les Contracts for Deposits (CFD), etc.
- 2- le développement des produits dérivés intéresse au plus haut point les intermédiaires car la concurrence entre opérateurs de Bourse sur produits classiques (actions et obligations) leur supprime toute rentabilité. Les commissions sont tombées à moins de 0,01 %.

Les produits dérivés, manquant de « transparence » et surtout de « liquidité » produisent pour les intermédiaires et leurs bourses des résultats bien plus brillants. Si la rentabilité de la Deutsche Börse est si supérieure à NYSE Euronext c'est que leur développement se fait autour du marché des produits dérivés EUREX, second marché mondial de dérivés. Si le NASDAQ arrive à le concurrencer c'est avec l'aide de l'Intercontinental Exchange - ICE qui essaye de conquérir le LIFFE anglais, objet réel de la lutte titanesque entre ces deux marchés.

Par contre il existe un élément positif : le développement remarquable des Sociétés de gestion (600 actuellement en France). Celles-ci répondent parfaitement à la notion de « défense de la clientèle privée », en prenant de fortes marges bénéficiaires, mais en assurant en contrepartie un service indispensable pour le public.

## CONCLUSION

Quatre idées se dégagent de cette analyse :

- 1- L'Etat a bien compris le « drame » que représentent les nouvelles mesures pour l'investissement français. Pour cela il encourage les placements financiers, soit par des mesures directes (FSI, Grand Emprunt, CDC Entreprises, etc), soit par des conseils au secteur bancaire (le rôle du « médiateur de crédit » a été prolongé de deux ans) soit surtout par des avantages fiscaux (PEA, investissement dans les PME, etc).
- 2- La déstructuration des marchés provoquera sans doute à terme une crise économique de plus grande ampleur que celle qu'on a connue. Les 600 billions de dollars de produits dérivés OTC, les 60 billions de dérivés de crédit sont une menace pour l'avenir des économies et rien n'est réellement tenté pour la désamorcer.  
Cependant, on ne doit pas être pessimiste à court terme. Le professeur Hyman MINSKI expliquait que les crises étaient toutes dues à un excès de crédit, mais que l'explosion ne pouvait venir qu'en période d'expansion économique, ce qui n'est pas le cas du moins pour le moment. Cela donne aux autorités financières le temps de prendre des mesures pour résorber les « anomalies » qui se sont développées comme les « Flash Orders » ou les « contracts for difference - CFD ».
- 3- Les pays occidentaux et surtout les pays européens sont tellement impressionnés par la crise récente qu'ils prennent le plus de mesures possibles pour stériliser les bilans des sociétés financières au risque de paralyser l'investissement, tandis que les pays neufs n'ont pas ces scrupules et profitent de la « prudence excessive » des pays riches pour se développer à leur dépens. Ainsi les introductions se font de plus en plus à Hong Kong et Singapour. Ainsi, la société Occitane pour la France et la société italienne Prada se font coter à Hong Kong. Il est donc indispensable que les nouvelles sociétés Deutsche Boerse ou NASDAQ incitent la Place de Paris à développer un système efficace pour développer les investissements des entreprises européennes quelque soit leur taille.

- 4- La France est la principale victime de cette situation. Mais, elle a à terme un avantage énorme : l'ampleur de son épargne et son développement des moyens de collecte grâce à un réseau de banques et d'intermédiaires privés qui ont parfaitement compris que l'on ne pouvait pas laisser l'économie s'effondrer.

\* \* \*

## « Double dip » ou « Inflation »

- Jean-Jacques PERQUEL -

Est-ce une malédiction dont les deux termes fort antipathiques sont de style beaumarchesque : « ou la maladie vous tuera ou ce sera le médecin ? » Aussi, il nous faut analyser les deux aspects de ce dilemme et voir s'il n'y a pas une troisième solution qui devrait s'imposer d'elle-même (en n'oubliant pas la prédiction de Virgile : « les Dieux aveuglent ceux qu'ils veulent perdre »).

### ***I. LE DANGER DU « DOUBLE DIP »***

La reprise aux Etats-Unis a lieu. Même si la croissance au 1<sup>er</sup> semestre n'est que de 0,8%, elle est positive et en sensible amélioration au 2<sup>ème</sup> trimestre (1,3%) par rapport au 1<sup>er</sup> (soit 0,4%). Les trois piliers de l'économie : la construction, l'automobile et les stocks sont plutôt en reprise mais cela n'est pas suffisant pour résorber la masse de logements « forclosed » par des propriétaires qui les ont achetés « non recours » et ont pu les abandonner lorsque la valeur de leur résidence atteignait un prix sensiblement inférieur au coût de leur « mortgage ».

Les différents plans de soutien à l'économie (Quantitative Easing 2 et 3) ont permis d'éviter une catastrophe mais ils n'ont pas suffi à relancer l'immobilier. Il serait donc utile de faire un 3<sup>e</sup> QE pour compenser la faiblesse actuelle de la vitesse de circulation de la monnaie (le V de la formule de FISHER). Celle-ci s'est, en effet, ralentie devant les craintes mondiales posées par les difficultés de la 2<sup>ème</sup> monnaie mondiale l'Euro. Cette opération aurait deux avantages : mettre un peu plus d'argent dans le public pour faciliter la reprise des investissements immobiliers, mais, comme elle aurait aussi « l'avantage » d'inquiéter les investisseurs internationaux, cela ferait baisser le dollar et faciliterait le commerce extérieur (politique dite « de dévaluation concurrentielle »).

Mais, on se heurte à une difficulté majeure : la Chambre des Représentants est majoritairement républicaine avec une domination « morale » des membres du Tea Party. Ceux-ci font avec succès, auprès des républicains modérés, le chantage qui consiste à les menacer de leur opposer, aux prochaines élections, des membres de cette « tribu », quitte à assurer la victoire de « démocrates ». Cette politique a été parfaitement efficace dans une élection locale dans l'Etat de New York où le Tea Party a fait passer un démocrate dans un « comté » totalement républicain. Ainsi, par un autre chantage, (le refus possible d'augmenter le plafond de la dette) les républicains ont obtenu que soit pratiquée une politique déflationniste. Il faut noter par ailleurs que la FED est extrêmement divisée certains gouverneurs prenant partie contre un nouveau QE.

En conjuguant cette « politique » très « conservatrice » et la modestie de la reprise économique, on risque ce « Double Dip » aux USA qui fait peur pour « l'Avenir du Monde ».

Il en est de même en Europe. La presse populaire allemande joue un rôle très semblable à celui du Tea Party, même si les motivations sont différentes. Beaucoup d'allemands ne comprennent pas que les pays du sud de l'Europe leur assurent un double avantage : ils leur achètent une part importante de leurs exportations (50 %) et, en empêchant l'euro de trop monter, ils aident au développement hors zone euro de leur commerce international. Tout l'argumentaire du « Spiegel » est de dire que les sacrifices faits par l'Allemagne depuis 10 ans ne doivent pas servir à aider des pays qui travaillent moins (ce qui est faux) et sont plus corrompus (ce qui est malheureusement vrai).

Ainsi les pays de l'Europe du Nord obligent tous les pays de la zone euro à réduire leurs déficits. Ces politiques entraînent une réduction des demandes intérieures donc des achats de produits étrangers rendant l'équilibrage des balances des comptes encore plus irréaliste. C'est le type même du cercle vicieux où les déflations de chaque pays provoquent un affaiblissement des autres.

Cela explique les faibles résultats de la croissance au cours du 2<sup>e</sup> trimestre 2011 (0% en France et... 0,2% en Allemagne).

Si l'on accepte cette analyse, le « double dip » mondial semble assuré. Mais une question se pose. Olivier BLANCHARD, économiste du FMI désire que le taux acceptable de hausse des prix soit porté de 2 à 4 % ce qui aurait, selon lui, un double effet : réduire les dettes des Etats et inciter les ménages à accélérer leurs achats, augmentant ainsi le montant MV. Par contre, il y a un danger que cette inflation ne serve qu'à provoquer un malaise économique sans assurer une véritable relance (stagflation). Cela nous oblige à envisager le danger inflationniste.

## **II. L'INFLATION**

Deux questions sont posées qui dépendent l'une de l'autre : S'il y a « double dip » américano-européen, cela entraîne-t-il une crise dans les pays émergents, la Chine en tête ? Si les pays émergents arrivent à se désolidariser de l'Occident n'y a-t-il pas un danger « d'inflation de coût dans nos pays » ?

- 1- La Chine fait un effort important pour diversifier ses exportations et pour améliorer la demande intérieure. Elle reste cependant très dépendante des exportations vers l'Europe et l'Amérique et donc serait directement victime d'un manque de dynamisme américain et européen. Bien plus, comme elle contrôle mal son inflation qui atteint 6,5%, elle cherche à réduire un peu son taux de croissance. Elle cherche en effet à le maintenir autour de 8,5% en augmentant régulièrement les taux de « deposit » des banques et en élevant régulièrement le taux à court terme. Tout cela pourrait provoquer une récession interne.
- 2- Prenons l'hypothèse optimiste : les pays émergents ne souffrent pas trop de la crise européenne-américaine. Dans ce cas, la demande de matières premières devrait s'accroître. Par ailleurs, les Chinois ont du mal à contrôler les salaires industriels et cherchent dans le même temps à améliorer le niveau de vie des campagnards pour essayer de limiter leur immigration vers les villes. Enfin, ils tentent de libéraliser très prudemment le Yuan. Tout cela provoque dans les pays importateurs (Etats Unis et Europe) une hausse des coûts qui n'est pas totalement répercutée dans les prix grâce à l'importance du chômage qui provoque un relatif blocage des salaires. Une seule exception l'Allemagne qui, après 10 ans d'austérité, profite de son exceptionnelle aisance pour effectuer un certain rattrapage salarial.

Au total si on laisse le système inchangé on risque d'avoir à la fois un « double dip » et de l'inflation. Mais pour comprendre le problème posé, il faut revenir à l'analyse de la crise économique

## **III. RETOUR SUR L'ANALYSE DE LA CRISE ECONOMIQUE.**

Tous les raisonnements actuels font abstraction de deux phénomènes qu'on ne devrait pas négliger :

- 1- Il existe une crise économique dans le monde occidental due aux décalages de coûts salariaux entre les différents pays ou si l'on veut, comme les américains l'analysent en terme de balance commerciale un

déséquilibre de parité monétaire entre les pays émergents et l'Amérique et entre les Etats-Unis et l'Europe. Ce déséquilibre est aggravé par les investissements à l'étranger. Ainsi la France reçoit annuellement environ 45 milliards d'euro et exporte 105 milliards, déficit voisin de celui de la balance de nos comptes).

- 2- Il existe une dérive des masses monétaires mises sur le marché par les banques centrales soit vers les produits dérivés (la position ouverte est toujours autour de 600 trillions de dollars dont il faut extraire au moins 500 trillions de swaps qui n'utilisent pas de fonds propres), soit vers d'autres types de spéculation (matières premières par exemple). Ainsi on peut citer la position ouverte en pétrole qui représente environ 50 fois la production annuelle.

On ne peut pas être trop pessimiste à ce sujet puisque le niveau de vie des pays émergents s'améliorant on peut espérer des redressements de balances de comptes des pays occidentaux.

#### **IV. CONCLUSION : LE PIRE N'EST PAS TOUJOURS SUR**

En fait on retrouve une situation qui rappelle un peu l'Après-guerre : l'Amérique avait accumulé des réserves énormes face à une Europe ruinée. Elle en est sortie par le plan Marshal c'est-à-dire par une aide financière utilisable uniquement pour assurer des investissements permettant une reprise économique chez les principaux belligérants. A l'heure actuelle, la Chine, à l'échelon mondial et l'Allemagne à celui de la zone euro, se retrouvent dans une situation semblable: ils ont accumulé des fonds très importants et le monde entier se pose le problème de savoir comment sortir de cette situation, si l'on veut éviter une forte «stagflation», c'est-à-dire à la fois un « double dip » et de l'« inflation ». Il n'y a que trois solutions :

- 1- Celle que recherchent les Etats Unis en Chine : l'augmentation de la demande intérieure par des hausses de salaires et réévaluation du Yuan. La hausse assez forte des salaires allemands peut jouer un peu ce rôle, mais on voit que cette politique est lente à avoir son plein effet.
- 2- Un plan Marshal des pays de l'Europe du Nord vers le reste de la zone ce qui paraît impensable vu l'état d'esprit des électeurs de ces pays (en particulier la Finlande).
- 3- Réaliser l'équivalent du plan Marshal par un développement des investissements privés vers les pays du sud de l'Europe pour les aider à concurrencer les pays émergents. Cette solution est certainement la meilleure. Il serait malheureux cependant qu'elle soit le fait de pays extérieurs à la zone euro comme la Chine qui a commencé son implantation en Grèce et au Portugal.

Dans tous les cas pour éviter un développement de la stagflation il est impératif de prendre conscience de l'erreur fondamentale des politiques actuelles, mais il semble bien que les hommes politiques européens commencent à en prendre conscience.

\* \* \*

## *The Financial Crisis of 2007/08: Some Preliminary Conclusions*

### Biographie :



#### **Michael von BRENTANO;**

He is a retired investment banker who spent his long career in a variety of countries and institutions, in particular with Deutsche Bank and Barclays Bank. He played a role in the successful development of the Euro capital market which is remembered not least for being totally unregulated for many decades since its creation in the nineteen sixties. He also was one of the first Chairmen of the International Primary Market Association, now called ICMA, which represents the interests of the industry worldwide. As a member of the Chairmen's Forum in London he was a participant in discussions on the improvement of corporate governance. A German national, he lives in London.

*It should be noted that this article was written in July. Hence the latest disturbances on the financial markets were not taken into account.*

Almost four years have gone by since the mega explosion ripped through the financial systems of the world. Slowly, the huge clouds of dust that followed the event are dissipating and a clearer picture of some of the causes of the tragedy and the events leading up to it is slowly emerging.

#### **THE NEED FOR THOROUGH REVIEW ....**

This is a welcome development and it is essential that it will lead to thorough review and analysis, both on macro-economic and micro-economic levels, across all financial markets that were directly or indirectly involved in the crisis. Such reviews and analyses should be undertaken by a variety of bodies. In the first instance, this is an obvious duty of the legislators of the countries that had to provide huge amounts of public funds to avoid the collapse of many of their leading banks and thus their financial markets. Regulators and central banks should actively contribute to these efforts. The same goes for stock exchanges, clearing institutions and similar organizations whose role and financial scope grew exponentially over the last decades.

Naturally, the banks and other financial institutions that were involved in the crisis, both through unwise investment and loan commitments and as contributors to other problems related to the events, should be committed to a full internal review of their actions and procedures including an analysis of the adequacy of their corporate governance.

Already there have been suggestions that time has come to consider these matters as a thing of the past and move on to a better future. However, we cannot but remind ourselves that the financial crisis of 2007/8 may well still have sown the seeds for further trouble in the financial markets and, at any rate, the crisis cannot be considered as overcome before the financial cost to the taxpayers, wherever they are, have finally been eliminated from the various national budgets. There is another powerful and distressing reminder of the fact that the financial crisis is still hurting: millions of depositors are denied appropriate rates of interest on their bank deposits because of the artificially low interest rates that are maintained in order to aid the recovery of the banking systems.

#### **BY GOVERNMENTS...**

Commendably, the two leading financial markets recognized early their responsibility to their voters. In the US, the Permanent Subcommittee on Investigations of the US Senate, by publishing its report *WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS: Anatomy of a Financial Collapse*, has laid the groundwork and provided a plethora of highly useful intelligence as well as incentives for other bodies including regulators and public prosecutors to delve further into the matters. In the UK, the so-called *Vickers Report* of the Independent Commission on Banking will present a report about the banking crisis as well as formulate policy recommendations with a view to a variety of aspects of the risks inherent in the banking system. The government of Switzerland has also published a report reflecting its concern over the risks to the entire country resulting from the size of the leading Swiss banks which is extraordinarily high in relation to the total size of the national economy.

However, elsewhere, there seems to be some reticence to follow these good examples. No parliamentary investigation appears to be on its way in Germany. It is true that the country was affected less by the crisis than others, as there was no excessive rise in debt levels in housing and consumer finance. However, a significant number of large banks, mainly, but not exclusively, institutions controlled by regional governments, announced huge losses on loans and investments in foreign subprime and low quality sovereign debt. These revelations were also highly sensitive politically, because most of these banks belonged to the savings bank sector and were operating with large deposits from small businesses and private savers.

Similar aspects relate to some vastly overextended Spanish public sector regional banks with close links to their local savings banks.

The role of the US government banks, Fannie Mae and Freddie Mac in providing excessive amounts of housing finance to an already overheated housing market is a further example of banking activities that expanded practically unchecked due to presumed or actual government backing.

A special aspect of the financial crisis relates to a number of banks in smaller European countries, which provided foreign currency loans in large amounts to customers in their home country as well as to borrowers abroad. Those lending banks had no natural deposit base in the relevant foreign currencies. When the crisis struck they unexpectedly found themselves being cut off from their sources of refinancing. Without the cooperation among the leading international central banks and the swap arrangements between them, the banks would no longer have been able to cover their funding needs.

#### **THE EUROPEAN UNION ...**

Finally, there is every reason for a far-reaching investigation into the circumstances leading to the collapse of Europe's 'black sheep' countries, Greece, Ireland, and Portugal. For this task the European Commission should provide technical assistance and the European Parliament should debate the matter and provide its own conclusions. It would be a severe mistake if such an investigation were not undertaken in a serious manner. It should also help other countries with aspirations of future EU and later Euro-currency membership to avoid the mistakes, made by the three countries over many years that in fact negated many of the tremendous benefits, which they received from EU and Euro membership. Such an exercise might even lead to the recognition that benefits from membership in the Euro zone can be dangerous without proper safeguards against abuse.

#### **AND THE BANKS.**

Interestingly, very little in the way of drawing lessons from the crisis appears to have emanated from the big international banks. It is true that Goldman Sachs, always an undisputed leader in the financial arena has published new guidelines for its management and staff that seek to improve standards and service to customers.

**SOME RISK FACTORS**

As we obviously have to face a protracted waiting period before the necessary work has been done, it may be useful to point out a few aspects of the crisis that have already become evident risk factors; they, therefore, should be addressed as soon as possible even if the full background is not yet available.

These risk factors relate to all market participants: the banks and other financial institutions, including shadow banks and clearing institutions, the market places, and the regulators. One further specific weakness was the funding structure of many institutions and this topic therefore deserves special mention.

To begin with the banks, the crisis has quickly revived the question whether the abolition of the Glass-Steagall Act has been beneficial to the financial system. Undoubtedly, this legislative change has been a factor in the emergence of a category of mega universal banks. Did it also aggravate the failures that provoked the crisis? Some serious problems can easily be traced back directly to the changes in bank regulation. If Bear Stearns, Lehman Brothers, and Merrill Lynch had remained essentially security underwriters and dealers as they had been during most of their business lives, they would never have posed the systemic risk they turned out to be. If, in addition their legal structure had remained a traditional partnership, it is highly unlikely that the partners would have run the sort of risks that later sealed the fate of many the firms. We must recognize, however, that mega banks also represent a necessary element of today's global financial market as it is difficult to see how the requirements of modern industry and trade in the multi-national business environment of today can be met without modern global financial institutions.

However, if this argument should eventually give the mega banks a continued franchise in the ongoing debate about the future of banking, they should in turn admit to the fact that a number of the world's leading institutions have been guilty of serious mistakes that must not be repeated in the future. Apart from bad decision-making and too much emphasis on the bonus culture, there are three major weaknesses that must be addressed.

**RISK MANAGEMENT**

The first is risk management, traditionally the overriding criterion for the quality of an institution. Old-school-bankers will have been startled to hear members of the top management of large banks telling regulators and investigation committees that risk management had been delegated to capable managers below board level.

That top managements appear to have relinquished their responsibility for the risk profile of their institutions is a consequence of the structure of the modern mega banks. Today's large banks are no longer run as one entity but as a collection of divisions under their own separate managements with far reaching delegated powers to take risks without referring to top management. In this way, a comprehensive system of risk control is difficult to establish and even more difficult to impose, but this makes it an even more urgent task that must be addressed immediately.

**THE ROLE OF BOARDS**

The second shortcoming is related to the first and concerns the supervisory element of the boards of banks, the non-executive (outside) directors. Little has been heard in recent years of their actions in the period preceding the crisis and whether they were sufficiently made aware of the plethora of modern financial instruments and structures, which sometimes under the pretext of limiting risk in fact increased it. The size of the modern financial

industry has also led to a series of huge acquisitions and takeovers of financial institutions, some of which led to massive losses to the shareholders of the acquirers (and often substantial benefits to the top managers of the acquired companies). Clearly, there are many instances where the non-executive directors did not sufficiently question the wisdom of proposed acquisitions.

Traditionally, banks have been keen to recruit top executives from their principal customers as non-executive directors in the hope that this would lead to a closer commercial relationship. In light of the recent experience we must conclude that people without a thorough understanding of modern banking appear not to be competent enough to provide the necessary insight and authority to act as reliable supervisors. There is anecdotal evidence that outside directors without prior banking experience concluded they needed a two-year period before they sufficiently understood the complexities of a mega-bank to be able to make a significant contribution as a board member.

It is an urgent task to review the present system of board control and to improve the powers and the involvement of the non-executive directors in the key areas of risk analysis and supervision.

### **THE FUNDING OF FINANCIAL INSTITUTIONS**

The third problem that led to the banking debacle has been, without doubt, the funding of many banks. While it is probably true to say that most major banks were guilty of carrying excessive risks in the years of the financial boom, it must be conceded that the quality of the funding of the large banks was not universally weak. It is well known that a number of the leading international banks have built up a very sophisticated range of services that facilitate the operations of their customers in order to attract deposits ranging from very small savers to the very largest and most liquid holders of financial assets. Thanks to the attention that the successful banks were giving to their funding, they encountered substantially fewer problems than the vast majority of the banks that had to be funded overwhelmingly by their central banks.

Nevertheless, the crisis has clearly shown that, overall, banks relied far too much on very short term funding from the money markets. In contrast to liquidity crises that occurred during earlier periods of banking history, runs on banks by depositors played almost no role. The near or full collapse of a number of banks was the result of the withdrawal of funding from the money markets. Unfortunately, many banks had come to regard loans or deposits provided by the participants in the national and international money markets as a reliable source of their funding, because they assumed that the huge volumes traded in the money and forex markets ensured a permanent supply. However, once the money markets had decided to withdraw from lending to certain banks, these borrowers were lost.

A distinction should be made between the funding of commercial banking activities and the funding of the investment banking and security business. Regarding the former, time was when banks funded most, if not all, of their loans out of their ordinary bank deposits. This has become the exception rather than the rule, but it is noteworthy that banks that largely adhered to the old principle fared better than others during the crisis days.

The funding of pure investment banks cannot, of course, come from deposits. In retrospect, it is surprising that prior to the crisis little or no attention seems to have been paid to the overreliance on very short term money market loans not only by some of the investment banks that later failed, but also by many others. The problem was made worse by the amount of leveraging apparent in - or sometimes hidden from - the balance sheets of a number of important financial institutions.

**FUNDING FROM MONEY MARKETS**

Many money market loans are traditionally provided through so called repo transactions, which constitute the sale and repurchase of securities owned by the borrowing institutions. ‘Haircuts’, i.e. clauses in the loan agreement, entitle the lenders to additional collateral from the borrowers whenever the underlying securities decline in value. These financings turned out to be particularly dangerous because repos are in fact secured borrowings while no such privileges are attached to ordinary bank deposits. Once funding from the money market ceased and the collateral remained with the lenders, the borrowing banks were insolvent immediately, and there was practically no time for the authorities to organize any rescue operations other than through government support.

The public debate about bank regulation has recently focused mainly on the banks’ risk capital. Capital ratios that used to hover around 5% in the past are now expected to be raised to around 10%. However, this does not eliminate the risk of an excessive reliance on short-term funding. The most drastic of the envisioned solutions to the problem is the separation of investment and commercial activities in a manner still to be defined. Another solution might be to give regulators the right to impose limits on short term funding employed by investment banks.

One of the ironies of the money markets is the fact that money market funds are nowadays providing huge amounts of short-term liquidity to the banks despite the strong competition between funds and banks for short-term deposits. The necessary reviews should examine whether money market funds can obtain funds on terms that ordinary banks cannot match because of regulatory restrictions imposed on the latter. This is obviously a sensitive matter, because of the need to protect the bank deposits of the public at large. The topic leads on to a review of the shadow banking systems, one of the many financial innovations that pose difficult and wide-ranging problems to regulators and will require time to find the right solutions.

**TOPICS FOR REGULATORY REVIEWS**

We are now turning to the actions that are to be expected from the regulators. They will obviously vary in different locations and they will have to embrace a plethora of highly technical details.

To me, two major topics appear to be paramount. First, the role of the clearing institutions and the systemic risks they may pose in the future against the background of the small capitalization of some clearing institutions and their links with banks. The second relates to the role of public sector and state-owned banks in a variety of jurisdictions. I have already mentioned some of their problems. Not only have they caused serious distortions to market competition, but the lack of a sensible business model has also led to misguided asset allocations that eventually caused huge losses to taxpayers. Unless a public sector bank provides services that cannot be expected from the private banking sector, regulators should eliminate any advantages to these banks inherent in their structure or ownership as well as impose severe limitations on their activities.

\* \* \*

## Des comptes : Pour qui ? Pour quoi ?

### Biographie :



**Gilbert GÉLARD**; Associé Conseil au Cabinet Bellot, Mullenbach & Associés

**Etudes :** Diplômé de l'Ecole HEC (1963) et licencié – es – lettres. Il a obtenu un diplôme d'expert comptable en 1975. **Carrière :** Sa carrière s'est déroulée dans le reporting financier, dans l'audit et dans l'élaboration de normes comptables. De 1973 à 1987, il occupe le poste de responsable de la comptabilité dans deux grands groupes industriels français, dans les domaines de la presse et des médias et dans l'industrie pétrolière. En 1987, il a rejoint le Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables en qualité de directeur des affaires internationales et techniques. Il a été également un membre actif au sein de la Fédération des Experts comptables Européens. Depuis 1988, il a fait partie de la délégation française au Board de l'IASB jusqu'en 2010 (fin de son second mandat). Il est l'auteur de nombreux articles et ouvrages traitant différents sujets comptables. En 2010, il a été nommé professeur visitant la chaire de la comptabilité de l'ESSEC. Il est également chevalier dans l'Ordre National du Mérite et Chevalier des Palmes Académiques.

Après 40 ans de réflexion sur la question, je m'interroge encore : « à quoi sert la comptabilité ? ». Sans chercher à faire partager au lecteur des angoisses existentielles, voici quelques pistes à explorer, résultat d'un long commerce avec cette étrange discipline, si particulière : tour à tour considérée comme un des seuls îlots de stabilité à quoi la mesure économique peut se raccrocher, perçue (à tort) comme une science exacte par ceux qui ignorent de quoi elle est faite, considérée comme une boussole pour ce navigateur intrépide qu'est le chef d'entreprise, un phare qui éclaire l'avenir, alors qu'elle est, pour l'essentiel, un rétroviseur ; vue aussi comme un arbitre entre les diverses parties prenantes qui ont un intérêt légitime, direct ou indirect, à ce que les dirigeants d'une entreprise leur rendent des comptes.

Bref, la comptabilité est un peu « bonne à tout faire », mais n'est-elle pas, pour cette raison, bonne à rien ?

### QUE VEUT DIRE « COMPTABLE » ?

On ne peut réfléchir sagement à toutes ces contradictions qu'en sériant les divers usages de la comptabilité et un petit détour par la sémantique peut être utile.

Être comptable de quelque chose envers quelqu'un veut dire lui rendre compte du mandat qu'il vous a confié. Cette acception du terme se retrouve en langue anglaise, comme c'est fréquemment le cas, sous deux formes : une d'origine française (accountable, accountability) ; une d'origine germanique (stewardship). Si dans la forme française la notion de reddition de comptes est transparente, la forme germanique nous dirige déjà vers la théorie de l'agence, car « steward » signifie « intendant », celui qui gère pour le compte d'autrui. Cette acception élargie de l'adjectif « comptable », nécessairement complétée par l'objet du mandat et la désignation du mandant, est bien plus large que ce que l'on appelle traditionnellement « les comptes » ou les états financiers. Elle peut s'appliquer à toutes sortes de relations, celles d'un élu avec ses électeurs, par exemple, et suppose que le mandataire ou steward puisse être sanctionné par le mandant s'il n'a pas satisfait au contrat.

On voit que la « comptabilité », *stricto sensu*, dans le cadre général de la reddition de comptes, n'est qu'un sous-ensemble constitué d'états financiers normés, conventionnels, et ne rendant compte que d'une façon schématique et partielle de réalités extrêmement complexes. Ce n'est qu'un outil parmi d'autres. Il est à vrai dire assez rudimentaire, donc assez robuste, ce qui va souvent de pair. Il donne une impression et, pour les plus naïfs de ses utilisateurs, une illusion de certitude et d'exactitude. Aucun des comptes que j'ai audités au cours de ma carrière ne méritait le qualificatif d'exacts, au sens habituel du terme, car ils faisaient appel à des évaluations

subjectives fondées sur des hypothèses incertaines, mais la plupart ne pouvaient heureusement pas être qualifiés d'inexact : en comptabilité, inexact n'est pas le contraire d'exact.

Malgré ses imperfections, la comptabilité est très largement utilisée. On multiplie ses applications pratiques. On en attend beaucoup, souvent trop, et parfois on la critique excessivement. Une sorte d'*expectation gap* - différence entre les attentes et les réalités - s'est développée.

Les comptes méritent-ils cet excès d'honneur ou d'indignité, selon les circonstances ? Peuvent-ils « dire le vrai », pour citer le titre d'une étude, et s'ils disent le vrai, à quoi et à qui cela peut-il servir ?

Au début du premier septennat de François MITTERRAND, une ministre d'État avait été chargée, entre autres choses, de la Sécurité Sociale, déjà en net déficit. Elle avait déclaré avec hauteur : « je ne serai pas le ministre des Comptes », signifiant par là qu'à ses yeux les comptes et l'équilibre budgétaire étaient des contingences secondaires. Il n'y a plus aujourd'hui un seul ministre, quelle que soit sa tendance politique, qui oserait tenir de tels propos. On prend les comptes très au sérieux, même si, quand on qualifie quelqu'un de « comptable », certains préjugent, du moins en France, que son niveau ne peut le rendre digne des hauts emplois, car il manquerait de hauteur de vue.

#### **LA COMPTABILITE COMME OUTIL DE COMMUNICATION AVEC LES TIERS**

L'image de l'entreprise à l'extérieur est véhiculée par la comptabilité financière. Les états financiers doivent être rendus publics périodiquement pour que les tiers qui n'ont pas accès à l'entreprise, mais sont susceptibles d'être concernés par elle, puissent les consulter et les analyser. La plupart auront reconnu dans cette description les états financiers à usage général (EFUG), (en anglais GPFS, *General Purpose Financial Statements*) dont traitent les cadres conceptuels d'origine anglo-saxonne, notamment ceux du FASB et de l'IASB.

La normalisation a pris le parti de ne pas s'occuper de la comptabilité de gestion interne à l'entreprise, certes utile et même indispensable, mais qui n'a pas ou a peu d'interface avec les tiers. C'est la communication avec les tiers qui rend nécessaire la normalisation, c'est-à-dire la création d'un langage commun, accessible à quiconque veut se donner la peine de l'apprendre et qui favorise l'émergence d'un « terrain de jeu bien nivelé ». Il y a obligation de transparence, pour employer un terme en vogue et aussitôt galvaudé. Au contraire, la comptabilité de gestion à usage interne confine parfois à la confidentialité, pouvant aller jusqu'à la protection du secret des affaires.

Les cadres conceptuels de l'information financière définissent les objectifs de cette information, les qualités visées (d'ordre qualitatif), les entités qui doivent rendre des comptes, les éléments faisant l'objet d'une comptabilisation, les principes appliqués pour les mesurer et enfin les informations nécessaires à la bonne compréhension de l'ensemble.

Cet outil est le « gendarme intellectuel » auquel le normalisateur s'efforce d'obéir lorsqu'il écrit les normes afin d'assurer la cohérence d'ensemble du référentiel. Il est donc particulièrement important que les parties prenantes de l'information financière, qui sont nombreuses et très diverses, s'accordent sur le rôle et le contenu de ce cadre.

**LA DIFFICILE CRITIQUE DES CADRES CONCEPTUELS**

Pour qu'on puisse critiquer les cadres conceptuels, encore faut-il qu'ils existent. Or, les seuls qui soient explicites sont les cadres anglo-saxons, les plus visibles étant les *Concept Statements* du FASB et le cadre conceptuel de l'IASB.

Si les traditions autres qu'anglo-saxonnes, par exemple française, allemande et japonaise ont un cadre conceptuel, celui-ci s'avère implicite et bien caché. En réalité, ce qui est implicite et non écrit n'existe pas. Il est déjà assez difficile de travailler avec un cadre explicite ; il est tout à fait impossible d'avoir comme référence intellectuelle et opérationnelle une vague idée non élaborée.

Beaucoup en France ont nié qu'un cadre conceptuel soit utile, mais d'autres pensent qu'il est indispensable, à condition de rehausser son statut et de le placer au sommet de la hiérarchie des règles de droit qui s'appliquent aux états financiers des sociétés de capitaux et des entreprises en général. Il deviendrait alors directif. On adopterait l'approche d'un cadre-carcen, qui contraindrait davantage le normalisateur en délaissant l'approche un peu plus souple du cadre-guide, celle qui prévaut actuellement à l'IASB et au FASB.

Bref, les réactions d'Europe continentale à la notion même de cadre conceptuel font penser à la langue d'Esopo: la meilleure ou la pire des choses.

**UN OU PLUSIEURS TYPES D'UTILISATEURS ?**

Le débat le plus fréquent à propos du cadre conceptuel des entreprises à but lucratif est de savoir à qui les comptes doivent s'adresser. Faut-il un utilisateur prioritaire, dont les besoins d'information seront le plus possible satisfaits par les comptes ? Ou bien faut-il tenter de satisfaire les besoins éventuels du plus grand nombre possible de parties prenantes ?

L'IASB et le FASB ont tranché en disant que l'utilisateur principal est l'investisseur, aussi appelé fournisseur de capitaux, une catégorie qui comprend les actionnaires actuels et potentiels, et les prêteurs). Le présupposé est qu'en satisfaisant les besoins de la catégorie la plus exposée aux risques, les autres parties prenantes, moins exposées, sont également bien servies (personnel, État, fournisseurs, clients, etc.). Ce modèle est particulièrement bien adapté aux sociétés faisant appel public à l'épargne, car leur devoir de reddition de comptes s'étend bien au-delà de leurs actionnaires actuels pour englober l'ensemble de leurs fournisseurs potentiels de capitaux, c'est-à-dire toute la population.

La critique adressée à ce postulat est qu'il conduit à des comptes orientés vers les marchés financiers, divorcés de l'« économie réelle », trop « financiarisée », pour utiliser un néologisme mis à l'honneur par le président CHIRAC lui-même dans une lettre restée célèbre adressée au Président de la Commission Romano PRODI, et qui couronnait une intense campagne de lobbying anti-IASB.

Le nouveau président du FASB, Hans HOOGERVORST, a déclaré dans un discours prononcé le 9 février 2011 à Bruxelles que l'information de l'investisseur doit rester prioritaire et qu'il ne saurait être question de présenter plusieurs images fidèles de l'entreprise pour tenter de satisfaire des besoins spécifiques d'autres parties prenantes.

**LA COMPTABILITE DOIT-ELLE ETRE CIBLEE ?**

Mon opinion est que l'approche de l'IASB et du FASB est la seule qui permette de construire un édifice cohérent lorsqu'il s'agit d'éclairer les investisseurs sur l'entreprise dans laquelle ils ont investi ou envisagent d'investir. Se concentrer sur leurs besoins d'information donne un objectif clair, certes difficile, mais atteignable, orienté vers la production d'informations susceptibles de les éclairer, s'agissant de décider d'acheter, vendre, conserver des actions, ou de prêter.

Essayer au contraire de satisfaire une multiplicité d'utilisateurs ayant des intérêts différents voire divergents est une gageure, voire une impossibilité. J'ai encore en mémoire une expérience personnelle où, directeur comptable d'un grand groupe, et ayant proposé la constitution d'une provision pour risques absolument nécessaire à la sincérité des comptes, j'ai été approché avec insistance par le délégué d'un syndicat de salariés. Il demandait que cette provision ne soit pas constituée, au motif de son influence sur la participation des salariés : conflit inévitable quand on veut servir plusieurs maîtres : le fisc, le prudentiel, etc. L'ambition déraisonnable de servir à tout et à tous ne peut conduire qu'à la recherche d'un « plus petit dénominateur commun » qui ne satisfait personne.

On veut trop faire dire et faire à la comptabilité parce qu'on ignore ou feint d'ignorer ses limitations.

**LES CONFUSIONS LES PLUS FREQUENTES****CONFUSION ENTRE EVALUATION D'UNE ENTREPRISE ET MESURE DES ACTIFS ET PASSIFS**

On abuse du mot « évaluation », voire du mot « valorisation », et on les utilise à contre-sens. La comptabilité n'évalue pas l'entreprise. La situation la plus proche d'une évaluation est celle où une entreprise en acquiert une autre et où (quasiment) tous les actifs et passifs identifiables de l'entreprise acquise sont mesurés à leur (juste) valeur. Mais dans de telles transactions, il y a toujours un *goodwill* qui est la différence entre la valeur de l'entreprise au jour de l'acquisition et la somme des valeurs des actifs et passifs existants. Cela démontre qu'*a fortiori* dans les situations autres que celle de l'acquisition d'une entreprise, les capitaux propres traduisant le « patrimoine comptable » ne représentent jamais sa valeur, quand bien même tous les actifs et passifs seraient comptabilisés à leur valeur plutôt qu'à leur coût historique. Aussi bien faut-il plutôt parler modestement de « mesure » des actifs et passifs, plutôt que d'évaluation, ce qui permet aussi d'y inclure le coût historique amorti, qui à l'évidence n'est pas une valeur.

**DEBAT SUR « L'APPROCHE BILAN » CONTRE L'APPROCHE « COMPTE DE RESULTAT »**

C'est là aussi un faux débat. On ne peut concevoir dans une comptabilité en partie double – existant depuis la fin du XV<sup>e</sup> siècle (Lucca PACCIOLI) en créances et dettes (*accrual accounting*) – d'opposer les deux approches. On ne peut avoir de produit sans une augmentation d'actif ou une diminution de passif. Aborder les problèmes dans un sens ou un autre s'avère strictement équivalent.

Certes, le débat a eu lieu dans les années 1980 et les meilleures plumes académiques s'y sont affrontées. Mais il n'a guère passionné les praticiens jusqu'au moment, relativement récent, où les normalisateurs ont introduit, à côté du coût historique qui régnait en maître, un autre attribut de mesure des actifs et des passifs, à savoir la (juste) valeur. Comme la SNCF nous met en garde, attention ! Un train peut en cacher un autre !

***DEBAT COUT CONTRE VALEUR***

Il succède au précédent, avec lequel il est parfois confondu. En tant qu'attribut de mesure d'un actif ou d'un passif, le coût historique, complété par des amortissements et des dépréciations et provisions, est associé à deux principes, réalisation et prudence. Le bilan représente une sous-évaluation systématique et le résultat net peut théoriquement être distribué sans appauvrir l'entreprise.

Au contraire, la juste valeur en tant qu'attribut de mesure d'un actif ou passif n'est associée à aucun de ces deux principes ; les plus-values latentes ne sont pas traitées différemment des plus-values réalisées et la distribution du résultat est une question juridique et de gouvernance plutôt que la conséquence automatique de chiffres issus de la comptabilité. Le bilan est alors une somme de valeurs, sans que toutefois on obtienne en le lisant la valeur de l'entreprise qui, souvent, réside dans des éléments non comptabilisables, autant ou plus que dans les comptes eux-mêmes.

Le coût et la valeur ont chacun ses mérites et ses défauts. Le coût historique assigne des montants différents à des actifs identiques selon leur date d'entrée dans le patrimoine. Le principe de prudence qui y est associé conduit souvent à des dissimulations et des lissages de mauvais aloi, à un pilotage du résultat qui prend le pas sur la bonne gestion de l'entreprise. La juste valeur, même si elle est souvent fiable, n'en est pas moins volatile, et cette volatilité, à ne pas confondre avec la fiabilité, est ressentie par les dirigeants comme ayant peu de rapport avec leur performance, ce en quoi ils ont partiellement tort et partiellement raison. Seul un système de mesures mixtes choisissant avec pertinence l'attribut le mieux approprié à chaque actif et passif, compte tenu du modèle économique, peut fonctionner. Aussi, les déchaînements passionnels sont hors de propos.

***LA PREDICTION DES FLUX DE TRESORERIE FUTURS***

L'aide apportée par les comptes à la prédiction des flux de trésorerie ou cash-flows futurs, tant pour l'investisseur qui est la cible privilégiée que pour l'entreprise elle-même, est souvent citée comme une des qualités des comptes. On ne peut le nier. Mais leur utilité perçue est fortement exagérée car la plus grande part des flux de trésorerie futurs que dégagera une entreprise sont liés à des transactions et des événements futurs qui, par définition, n'ont pas de place dans des états financiers qui reflètent l'état présent résultant de transactions passées.

Curieusement, l'état financier qui recèle le moins de valeur prédictive sur les flux de trésorerie futurs est l'état des flux de trésorerie qui ne contient que de purs flux de trésorerie de l'exercice passé, sans qu'aucun des montants constitutifs ait un contenu de flux de trésorerie ; mais il est apprécié des lecteurs parce qu'il est peu manipulable. Les éléments du bilan sont des flux de trésorerie futurs, mais non exhaustifs, et le compte de résultat est un mélange de flux de trésorerie de l'exercice, passés (amortissements) et futurs (dotations aux provisions pour risques).

Ce qui aide à prévoir des flux de trésorerie futurs, c'est la série chronologique comparative de plusieurs états financiers successifs et la connaissance souvent extracomptable que l'analyste a de l'entreprise et de son environnement. En matière de prévision, les comptables sont à peu près logés à la même enseigne que les économistes qui se révèlent excellents pour expliquer les crises passées, mais assez désarmés devant les incertitudes du futur.

## L'ABUS DE COMPTABILITE

Ce n'est pas une nouvelle sorte de délit, mais un usage abusif des comptes et des états financiers. Voici quelques exemples.

### *LES STOCK-OPTIONS DES DIRIGEANTS*

Il ne s'agit pas ici de critiquer les niveaux de rémunération des dirigeants des grandes sociétés, chacun en pense ce qu'il veut ; mais d'examiner un mode de rémunération particulier : les stock-options.

Partant de l'idée *a priori* louable qui vise à favoriser une congruence entre les intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires et les intérêts des dirigeants qui en sont les mandataires, on a en réalité inventé la machine infernale susceptible de conduire à de nombreux errements de comportement et de perception : court-termisme, tentation d'opportunisme comptable, voire, pire, porte ouverte au soupçon, justifié ou non, de privilégier les intérêts personnels par rapport à ceux des mandants. Devant une telle pratique, si contraire à tous les principes de gouvernance dont on se targue par ailleurs, la tentation d'un citoyen peut être de souhaiter qu'elle soit interdite. Si ce citoyen est en même temps normalisateur comptable, il ne peut que constater que la pratique est licite et s'efforcer de la traiter le mieux possible : il a fallu que les normalisateurs, isolés contre des intérêts puissants, livrent une dure bataille pour faire admettre que cette rémunération, même sous la forme d'un instrument de capitaux propres, était la contrepartie d'un travail et donc une charge de personnel venant diminuer le résultat. Dans ce combat, ils ont été soutenus par un personnage qu'on ne peut soupçonner d'être hostile au capitalisme, Warren BUFFETT, qui a déclaré : « *si ça n'est pas du salaire, c'est quoi alors ?* »

### *LES DISTRIBUTIONS DE DIVIDENDES*

Il est prévu par le droit français des sociétés que le bénéfice distribuable aux associés est fondé sur le bénéfice comptable de la société distributrice. Dans les groupes, la société qui distribue un dividende aux actionnaires est la société mère du groupe, et le résultat distribuable est donc calculé sur la base du résultat net tel qu'il ressort des comptes annuels (individuels) de la mère.

Or, la communication financière des groupes du CAC 40, parmi d'autres, fait toujours un lien entre les dividendes versés et le résultat consolidé, les premiers étant présentés comme un pourcentage des seconds. Cette présentation est une fausse information systématique, car le bénéfice consolidé n'est pas distribuable : un groupe, n'a pas un statut juridique tel qu'il puisse distribuer des dividendes.

Le résultat comptable de la société mère – j'en parle par expérience – est souvent une construction artificielle en fonction du niveau de distribution que l'on souhaite atteindre. De nombreux artifices sont utilisés : remontées accélérées de dividendes, voire d'acomptes sur dividendes, facturation de prestations intragroupe, prix de transfert légèrement biaisés, sans oublier le fait que le référentiel comptable s'avère différent de celui des comptes consolidés. Il est étonnant que cette pratique, si notoirement fautive, de communication financière soit si généralement admise.

Le fond du problème est que nous admettons trop facilement, parce que la loi commerciale et pénale existe depuis près de 150 ans, qu'il est nécessaire de faire un lien arithmétique, faussement sécurisant, entre un résultat net et la rémunération des actionnaires. Ce qui importe, c'est que la rémunération des actionnaires ne mette pas en danger la solvabilité de l'entreprise ; il y a sans doute moyen de l'apprécier de manière plus fine. Ne serait-ce pas une question de gouvernance plutôt que l'application mécanique de chiffres comptables ?

**LES INCOHERENCES DE TRAITEMENT ENTRE LES PARTIES PRENANTES**

À une époque où les hommes politiques souhaitent qu'il y ait un lien entre la rémunération des salariés et celle des actionnaires, on doit s'assurer que cette démarche politiquement et socialement sensible s'effectue dans la cohérence. Cela n'a guère été le cas dans le passé. Il y a plus de 40 ans que la participation des salariés existe. Mais est-il logique qu'elle soit fondée sur le bénéfice fiscal, évidemment différent du bénéfice comptable qui sert de base à la rémunération des actionnaires ? Si l'on voulait vraiment améliorer les rapports entre ces deux catégories d'ayant droit – au demeurant les mêmes individus peuvent appartenir aux deux catégories – on pourrait au moins adopter la même base de départ pour les calculs.

**LA DIFFERENCIATION INTERSECTORIELLE**

Le cadre conceptuel des entités à but lucratif peut-il être étendu au secteur associatif (« *not for profit* ») et surtout au secteur public ? Les approches ont été jusqu'à présent différentes selon les pays. Certains prônent une neutralité intersectorielle, donnant ainsi la primauté aux concepts des entreprises à but lucratif ; c'était implicitement la voie suivie par le Conseil des normes comptables internationales pour le secteur public (IPSASB) qui, en copiant de façon peu imaginative les normes IFRS du secteur privé, avait jusqu'à il y a peu implicitement adopté le cadre conceptuel du secteur privé. Heureusement, il s'est depuis peu écarté de cette route en réfléchissant à son propre cadre conceptuel, reconnaissant ainsi que les objectifs des comptes et les types d'utilisateurs des entités du secteur public peuvent nécessiter des concepts propres. En France, la distinction entre l'ANC pour le secteur privé et le CNOCP pour le secteur public vient consacrer cette différenciation, qui ne sera néanmoins profitable que si les deux organismes coopèrent autour d'un tronc commun et sans esprit de chapelle.

**CONCLUSIONS**

Loin d'avoir épuisé la question posée – à quoi et à qui servent les comptes –, je crains néanmoins que vous vous demandiez pourquoi je scie la branche où je suis assis. Telle n'était pas mon intention. « Qui aime bien châtie bien. » Si on veut progresser, il faut être lucide sur les problèmes et les insuffisances de notre discipline, sans pour autant nier ses points forts. Il faut aussi éduquer le public sur ce qu'il peut attendre des comptes et dissiper ses illusions et ses fausses perceptions.

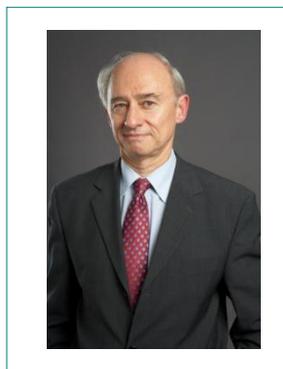
Dans le contexte actuel, qu'il serait téméraire de qualifier « d'après-crise », on parle beaucoup d'un retour du protectionnisme pudiquement baptisé « démondialisation ». Même dans un tel contexte, la nécessité de comprendre les comptes des entreprises partout dans le monde resterait entière. Si la mondialisation a rendu les normes comptables internationales plus évidemment nécessaires, elles ne le seraient pas moins sur un marché cloisonné, même si l'idée serait alors moins facile à vendre.

Il faut avoir la foi du charbonnier pour croire de nos jours à la parfaite efficacité des marchés, sur laquelle reposent les théories et pratiques dominantes. Pourtant, il est tout aussi illusoire d'ignorer les marchés, et cela vaut pour les particuliers, les entreprises et les États. On le constate tous les jours. La recherche de la stabilité durable passe par la transparence. Dans leur domaine de compétence, la comptabilité et les comptables s'efforcent sans relâche d'y contribuer.

\* \* \*

## *L'objectif d'un référentiel comptable mondial est-il toujours crédible ? - Académie de Comptabilité, le 22 juin 2011 -*

### Biographie :



#### **Jean-Louis MULLENBACH;**

Il est expert-comptable, commissaire aux comptes et expert près la Cour d'appel de Paris Cabinets Peat Marwick Mitchell, Salustro Reydel, Bellot Mullenbach et Associés. Il a été membre du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables de 1977 à 2005 et Vice-Président de l'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières depuis 2004. Il est Président d'Honneur du GPF (Groupement des Associations Professionnelles de la Finance) et de l'association IMA France - Institute of Management Accountants. Il est Vice-président de l'IPAO - Institut des Professionnels Associés à l'Ordre et de l'APEI - Association Professionnelle des Experts Indépendants. Il est administrateur de la SFEV - Société Française des Evaluateurs et membre de la Commission Evaluation de la CNCC - Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Il est membre d'EuroArbitrage et du CERC - Collège européen de Résolution des Conflits.

Après les « coups de tonnerre » du 21 avril 2002, du 15 septembre 2008 et du 14 mai 2011, un événement passé inaperçu et infiniment moins médiatisé à lui aussi fait l'effet d'une bombe dans le petit monde feutré de la normalisation internationale. L'enjeu de la **reculade américaine sur la décision d'adoption des normes internationales IFRS** n'est, en effet, pas seulement comptable. Ce qu'il faut bien qualifier d'échec ne démontre pas forcément l'incapacité des Etats à établir des règles communes, mais plutôt leur volonté, plus précisément la volonté de certains, de ne pas en établir !

Reprenons l'histoire pour mieux la comprendre et tenter de décrypter l'avenir. Jusqu'au 26 mai 2011, il était admis que les normes IFRS émises par l'IASB, le comité de normalisation comptable de la Fondation IFRS, seraient prochainement autorisées, voire adoptées, par tous les grands pays, y compris les États-Unis, permettant ainsi de **répondre à terme à la demande des investisseurs** de pouvoir comparer l'information financière publiée par les entreprises du monde entier, dès lors qu'elles seraient cotées sur des marchés réglementés.

Même si la SEC, l'autorité boursière américaine, avait déjà retardé le calendrier de décision d'adoption des IFRS par les émetteurs américains, cette adoption, *in fine* en lieu et place des US GAAP émises par le FASB, était **considérée par la majorité des observateurs comme inéluctable**, ne serait-ce que parce que l'Union Européenne avait adopté ce référentiel en 2002, l'avait rendu obligatoire pour la publication des comptes consolidés des émetteurs européens à compter de 2005 et que, depuis, ces normes étaient reconnues peu ou prou (de nombreuses réserves de la part de l'Inde, le Japon veut être sûr que le reste du monde suivra...) comme une référence internationale par un nombre croissant de pays, couvrant, avec les 27 Etats européens, près des deux tiers des marchés financiers mondiaux.

**Les dirigeants du G20** eux-mêmes, après avoir vigoureusement condamné le concept procyclique de « *fair value* », avaient exigé, en septembre 2009, une **accélération du programme de convergence** entre IFRS et normes américaines, initié dès 2006, avec un objectif ambitieux d'harmonisation fixé à mi-2011. Depuis, des efforts significatifs de rapprochement avaient été réalisés des deux côtés de l'Atlantique, avec de nombreuses et intenses réunions de travail. Début 2011, le FASB avait indiqué qu'il abandonnait son approche « *full fair value* » pour la comptabilisation de la totalité des instruments financiers, réduisant ainsi non seulement la volatilité

comptable induite par la « juste valeur » mais également les distorsions de concurrence entre banques européennes et banques américaines.

De son côté, l'IASB avait accepté de rapprocher progressivement ses normes des US GAAP. A titre d'illustration, la norme IFRS 13 « *Fair value measurement* », publiée le mois dernier par l'IASB, va dans cette voie et s'accompagne parallèlement de modifications des textes comptables américains, de manière à rendre homogènes les deux référentiels sur ce point très sensible. Certes, l'IASB et le FASB avaient annoncé en avril 2011 le report de la mise en œuvre de la convergence de juin à fin 2011. Pour autant, les investisseurs et les émetteurs considéraient **l'objectif d'harmonisation comptable mondiale comme étant à portée de main**, même si sa mise en œuvre effective prendrait encore quelques années, le temps d'aménager des périodes de transition bien compréhensibles.

Le SEC ayant **autorisé, dès 2007, les entreprises étrangères cotées aux Etats-Unis à utiliser les IFRS**, sans leur imposer des tableaux de réconciliation avec les normes américaines, certains groupes américains, notamment ceux ayant des filiales importantes hors des Etats-Unis établissant déjà leurs comptes annuels en normes IFRS, pensaient, après ces efforts de convergence, pouvoir bénéficier également de cette autorisation à brève échéance.

C'était là probablement faire preuve de naïveté. Dans un article publié par Option Finance le 18 avril dernier, *Gilbert GELARD*, ancien membre de l'IASB, indiquait qu'un grand nombre de problèmes parmi les plus ardues restaient non résolus et que **la collaboration avec le FASB était difficile**. Il nous rappelait que Sir David TWEEDIE, encore président de l'IASB pour quelques semaines, avait récemment adressé un message devant la Chambre de Commerce américaine du type « *c'est maintenant ou jamais* », mettant en exergue le risque d'isolement des émetteurs américains. Cette menace à peine voilée ne semble pas avoir impressionné la SEC ! La consultation lancée par son service des affaires comptables (« *Work plan for the consideration of incorporating IFRS into the financial reporting system for U.S. Issuers* ») le 26 mai dernier, à six mois de l'échéance prévue, montre clairement, même s'il ne s'agit à ce stade que de l'exploration d'une piste possible, que les Etats-Unis ne sont pas prêts à franchir le pas décisif et tant attendu.

En proposant une nouvelle période de convergence de 5 à 7 ans, période au-delà de laquelle ils seraient susceptibles de prendre leur décision de retenir ou non les IFRS, tout en se réservant la faculté d'adapter (« *carve-in* ») ce référentiel à leurs spécificités (avec le risque de revenir, pour tenir compte de dispositions domestiques, à des normes « *rulesbased* » et non plus « *principles based* »), **les Etats Unis prennent en fait leurs distances avec les normes IFRS**, et semblent faire peu de cas des engagements pris vis-à-vis du G20. La réaction du prochain « *G vain* », dont l'une des missions est de renforcer la sécurité de la gouvernance mondiale en faisant prévaloir l'intérêt général, sera à cet égard révélatrice.

Même s'il faut attendre les réponses à la consultation lancée par le staff de la SEC et la décision officielle de son collègue, il s'agit là d'un vrai camouflet pour l'IASB et pour son président qui espérait atteindre le but qu'il s'était fixé après dix ans de mandature. Le renvoi de la décision américaine aux calendes grecques rebat complètement les cartes de l'harmonisation comptable internationale, avec des **risques d'enlisement du processus de normalisation** et de divergences croissantes dans les différentes régions du monde.

Certains considèrent qu'il faut, en tout état de cause, **garder le cap dans la tempête** et continuer à tracer la route des normes internationales en toute indépendance, d'autres estiment qu'il faut **diminuer l'influence des**

**Etats-Unis**, premier pays représenté au sein des instances en charge des IFRS (notamment 4 américains du nord, 4 européens, 4 représentants de la zone Asie-Pacifique au Board), pour être en mesure de s'adapter à la nouvelle donne sans subir les diktats des marchés américains. Après tout, l'émulation entre deux référentiels peut avoir du bon et nous préserver de la pensée unique, peut-être avec un référentiel IFRS plus sûr et moins procyclique pour les émetteurs qui souhaitent une information financière d'avantage orientée sur leur performance opérationnelle que sur la valeur, toujours incertaine, de leurs actifs et de leurs passifs ?

Il appartiendra à la Fondation IFRS, à son « *monitoring group* », à ses « *trustees* » et à la nouvelle équipe dirigeante de l'IASB, après le passage de témoin de Sir David TWEEDIE à Hans HOOGERVORST le 1<sup>er</sup> juillet prochain, de prendre position sur la direction à donner à la normalisation comptable internationale après ce coup de tonnerre. Pour finir, comment ne pas citer la conclusion du post prémonitoire publié dans le blog de la DFG le 6 avril 2010 par *Nicolas VÉRON*, économiste au sein de Bruegel, sous le titre « **Normes comptables, ça passe ou ça casse** » : « *Les IFRS sont une des expériences les plus ambitieuses de construction d'un marché mondial intégré à travers des règles communes. Leur échec aurait une signification préoccupante quant à l'avenir de la mondialisation* ».

La mondialisation ne sera effectivement acceptée par les Etats et par les peuples que si des autorités politiques et indépendantes garantissent un minimum de régulation comptable, financière et prudentielle sur ce terrain de jeu. L'histoire est malheureusement tragique et ne progresse que par **confrontation de rapports de forces**, au cas présent, entre les Etats Unis et l'Europe pour l'instant, et demain peut-être avec les pays émergents qui pourraient être tentés, à moyen terme, de proposer un référentiel comptable qui leur serait propre. Les normes ont toujours été un élément de protectionnisme et de diffusion du modèle dominant et l'on voit bien, alors que la crise financière est loin d'être achevée, les intérêts corporatistes refaire leur apparition. Comment se fait-il d'ailleurs que **POMC**, probablement parfaitement consciente de cet élément de protectionnisme, ne soit pas invitée à la table des discussions sur les normes comptables ? Après tout, il en va de la concurrence entre places financières, de leadership en matière du financement de l'économie mondiale et partant de puissance en tant que telle.

\* \* \*

## *Quelques idées concernant la Bourse*

- *Jean-Jacques PERQUEL* -

Les mesures dites de « Précaution » Bâle III et Solvency II sont aggravées par les « Tests » qui incitent banques et assurances à accélérer les échéances. Le but officiel de ces réglementations est double. Elles doivent ramener la « confiance » chez les détenteurs de capitaux et satisfaire une des grandes revendications des mouvements populistes (Tea party aux USA, campagne du « Bild » en Allemagne) qui prétendent que cela permettrait de supprimer le rôle de prêteur en dernier ressort des Banques Centrales. Certains membres du Tea Party voudraient même la dissolution de la FED. Mais, ces mesures ont surtout pour but de protéger les « contrôleurs » qui ont été incapables de prévoir la crise financière de 2007-2008.

L'effet sur l'économie est doublement dramatique, surtout pour la France dont les marges bénéficiaires sont beaucoup plus faibles que celles de nos voisins Allemands ce qui permet à leurs entreprises de réaliser un autofinancement beaucoup plus important que le nôtre.

Les banques et les assurances vont de moins en moins pouvoir aider les entreprises et par ailleurs, faisant fortement elles-mêmes appel au marché, elles provoqueront un « effet d'exclusion » pour les « placements » des entreprises.

Par contre, la France possède deux avantages sur les pays voisins : une natalité plus forte mais surtout un taux d'épargne élevé. Celui-ci est malheureusement mal dirigé. Le but de cette note est de voir si l'on ne pourrait pas réutiliser la Bourse de Paris pour canaliser une part de cette épargne vers les entreprises.

### **I. L'AMPLEUR DE L'EPARGNE FINANCIERE.**

Si l'épargne brute des ménages représentait, en 2009, 196 milliards d'euro, en 2010 l'épargne financière était de 117 milliards, montant très comparable au 139 milliards d'autofinancement des entreprises. Malheureusement, la part consacrée aux investissements sous forme d'actions est relativement faible 12,16 milliards. Encore faut-il retrancher les titres d'OPCV revendus par le public car cette année-la, les SIC.AV et les fonds communs ont subi des désinvestissements de plus de 20 milliards d'euro.

On voit alors l'étendue du problème ; il faut impérativement qu'une part plus importante des fonds épargnés aillent sur le marché-action pour compenser les difficultés des banques et des compagnies d'assurance et leur permettre de faire désormais leur métier. (Il faut noter que, comble d'ironie, elles ont droit d'acheter tous titres souverains (grecs inclus) puisque, comme tout le monde le sait, ceux-ci ne présentent aucun risque).

### **II. PROBLEMES GENERAUX**

Les difficultés du développement de la Bourse proviennent des émetteurs, des intermédiaires et surtout des investisseurs.

#### **A. Les émetteurs**

Ceux-ci sont obsédés par le coût de leur introduction sur le marché et celui de la conservation de la cotation. Ils objectent également à la lourdeur administrative qui les oblige à tenir une comptabilité beaucoup plus élaborée

que celle qu'ils pratiquaient avant leur introduction. Mais surtout, ils ont peur de perdre le contrôle souvent familial de leur entreprise si elle se développe et doit faire des augmentations de capital, ou même si les héritiers du fondateur sont nombreux et que certains d'entre eux veulent se retirer de la société.

### **B. Les intermédiaires**

Dans un but de rentabilité, ceux-ci ont intérêt lors d'une introduction à placer les titres proposés en blocs les plus importants possibles de façon à simplifier l'opération, et cela est appuyé par la société émettrice qui simplifie ainsi son livre de titres nominatifs. A la limite, intermédiaires et émetteurs vont être souvent plus intéressés par un placement dans une société de private equity que par une introduction en bourse au risque que cette société ne gère pas toujours son investissement dans le sens le meilleur pour l'émetteur. Cela explique partiellement que le montant du patrimoine des Français sur titres cotés (soit 138,4 milliards d'euro en 2010) soit très inférieur au montant des titres non cotés (soit 524,6 milliards) sur un total de patrimoine national de 3 643 milliards d'euro. Il faut ajouter que le montant des titres non cotés inclut les entreprises détenues par leurs propriétaires et leurs actionnaires (minoritaires).

Un problème majeur est celui du financement des intermédiaires. En effet, par le jeu de la concurrence les ordres de Bourse ne sont plus rentables en dehors des très gros ordres des « arbitrageurs » (ordres dont l'utilité économique est un peu limitée). Cela incite les opérateurs les plus efficaces à intervenir sur les marchés dérivés où les marges sont plus importantes du fait de l'« étroitesse » de certains marchés.

### **C. Les investisseurs**

Il faut naturellement distinguer les investisseurs institutionnels et le public (les fameuses « veuves de Carpentras »). Les premiers devraient avoir un comportement logique basé sur une analyse sérieuse facilitée par les progrès de la comptabilité, même si l'on a pu détecter parfois des réactions moutonnières, car les analystes ont parfois la fâcheuse tendance à s'auto-suggestionner les uns les autres. Comme ils cherchent à utiliser au maximum les fonds qui leur sont confiés, il y a donc peu de possibilité de trouver des fonds nouveaux par leur intermédiaire sauf à les inciter à faire de nouveaux efforts de démarchage.

Vu l'importance de l'épargne privée, c'est auprès d'elles que l'on doit trouver les fonds pour l'investissement des entreprises. Cela suppose un retour de la confiance. Aussi paradoxal que cela puisse paraître le meilleur moyen de la retrouver c'est lorsque le marché monte. Ce paradoxe n'est pas aussi farfelu qu'il paraît. Il faut pour obtenir cette hausse du marché trois conditions :

- 1- une amélioration régulière des résultats des entreprises ;
- 2- admettre le coté cyclique des bourses car il existe tous les 7/8 ans une période plus ou moins longue où, malgré l'inflation, la bourse reste atone ou même baisse. (De 1962 à 1977, la bourse de New-York et celle de Paris avaient baissé de 50 % en termes réels). Un catalyseur suffit alors pour assurer le rattrapage (les découvertes pétrolières d'Esso en France avaient joué ce rôle en 1953 après les années d'activité boursière réduite de l'après-guerre). Comme les phases de croissance permettent aux cours de bourse d'atteindre des « plus hauts » toujours plus élevés, on doit constater qu'à long terme les bourses-actions sont le meilleur placement. Cela suppose des détentions longues pour profiter de cette situation et donc cela demande un effort d'enseignement du public, surtout dans une période de crise où les bourses ont plutôt tendance à s'effondrer ;

- 3- des moyens de collecter l'épargne. Ainsi, l'existence de nombreux bureaux de brokers américains à Paris dans les années 60, à l'ouverture du marché commun, avaient eu un effet curieux. Les opérateurs français connaissaient mieux les valeurs américaines que les grandes valeurs allemandes ou anglaises à l'exception des rares valeurs déjà cotées à Paris avant la deuxième guerre mondiale.

Dans ce contexte, il nous faut analyser les comportements des « ménages » par rapport aux différents marchés boursiers.

### **III. LES MARCHES**

Il faut distinguer trois types de Marchés suivant la taille des entreprises :

#### **A. Le marché des multinationales**

Ces sociétés ne posent aucun problème car elles peuvent trouver des fonds (actions et obligations) sur les grands marchés mondiaux Londres, New-York ou de plus en plus Hong-Kong. Deux problèmes les intéressent :

- 1- leur peur des OPA. On pourrait à ce sujet recréer un « panel » à l'anglaise qui n'autorise une OPA que si la société absorbante présente un plan qui assure un progrès pour l'économie française ;
- 2- la cotation de leurs obligations. A ce sujet les nouveaux marchés informatisés devraient répondre parfaitement à ce besoin.

#### **B. Le cas des entreprises moyennes**

Elles sont les principales victimes des mesures financières actuelles. Il est intéressant de les regrouper autour d'ALTERNEXT (valeurs C, D et ALTERNAXT) pour réduire leurs frais et leurs obligations administratives. Mais, un travail doit être fait pour intensifier l'opération de réduction des contraintes comptables et de « reporting ». En particulier, il faut déterminer tout ce qui peut être supprimé en le remplaçant par un renforcement des responsabilités des intermédiaires qui assurent l'introduction et une certaine gestion du marché.

Ce marché présente trois problèmes spécifiques :

- 1- il manque d'établissements financiers qui s'y intéressent car l'analyse financière a un coût élevé et il est souvent difficile d'effectuer des études approfondies pour des marchés étroits ;
- 2- de même beaucoup d'institutionnels ont peur de s'encombrer de petites lignes difficiles à suivre ;
- 3- enfin, il est pour les mêmes raisons difficile de trouver des brokers qui puissent se spécialiser dans de tels marchés.

Bien entendu il faut faire une distinction entre la masse d'entreprises moyennes et petites et certaines entreprises déjà relativement importantes ou qui ont un certain dynamisme ou une position de monopole ce qui incite des analystes à faire des exceptions par rapport à l'analyse précédente.

Par ailleurs, il existe déjà des fonds qui se spécialisent en titres secondaires. Il faut en augmenter considérablement le nombre. Le rôle des banques redevient un métier d'intermédiaire entre le marché et le

public à qui on doit vendre ces fonds avec une « marge » suffisante pour qu'elle puisse rémunérer correctement à la fois la banque et son/ses « brokers ».

### **C. Les toutes petites entreprises**

Il faut développer un vrai « marché libre » non contrôlé par l'AMF. Bien entendu, il faut en contrepartie responsabiliser les « introducteurs ». Trois modalités paraissent possibles :

- 1- un organisme bancaire se charge de l'introduction. C'est à lui de faire toute « due diligence » pour qu'aucune fraude ne puisse être réalisée dans cette opération ;
- 2- des brokers d'introduction peuvent comme sur le marché des entreprises moyennes assurer l'introduction. Ils doivent faire l'objet d'un accord de l'AMF après examen approfondi d'un organisme comme la SFAF capable de vérifier les qualités de l'individu. Dans ce cas la société doit par elle-même ou en se faisant aider, assurer le fonctionnement de son marché. Le public doit savoir le risque qu'il court en intervenant sur de tels titres, mais en même temps il doit pouvoir espérer des rentabilités très fortes si ses choix se révèlent valables.
- 3- les entreprises devraient y avoir accès directement mais elles devraient alors fournir au marché un « audit » indépendant.

### **CONCLUSION**

Il faut donc arriver à rétablir la confiance du public pour profiter d'une épargne française importante. Pour cela il faut lutter contre toute spéculation qui a comme seul but de faire des profits au détriment du public et donne à celui-ci l'idée que la Bourse est « un casino » dont les dés sont truqués.

Prenons pour exemple les flash orders. Ils représentent une amélioration car ils permettent de passer rapidement des ordres, mais ils sont souvent utilisés grâce à une multiplication d'ordres immédiatement annulés, pour « manipuler » le marché. Il suffirait alors de taxer d'un euro tous les ordres passés sur le marché (exécutés ou non) pour assainir ce marché. Dans un autre ordre d'idée le « Volcker Plan » que les américains essayent d'appliquer est une solution pour réduire la spéculation.

Cependant, l'assainissement du marché n'est pas suffisant il faut augmenter la collecte de fonds en répartissant le plus possible les titres par petites quantités dans le public. Les distributions d'actions au personnel, les achats défiscalisés de titres de « start up » répondent à ce problème, comme cette idée émise au 8<sup>ème</sup> plan de pratiquer, comme les américains des ventes directes d'actions par les entreprises auprès de leurs clients et fournisseurs, ceux-ci étant au courant des qualités de la firme avec laquelle ils travaillent.

C'est en faisant tous ces efforts que l'on pourra faire profiter le public de placements dans de bonnes conditions à une époque où les cours des valeurs mobilières deviennent anormalement bas. Par ailleurs, cela améliorera les circuits financiers et de ce fait l'économie française et l'emploi.

\* \* \*