Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

AVEC LE CONCOURS DE
ERNST & YOUNG

AMERICAN EXPRESS
Corporate Services

l'Art de la Finance 2

EN ASSOCIATION AVEC
GROUPE HEC
London Business School
Wharton
The Wharton School
University of Pennsylvania
The University of Chicago Graduate School of Business
EN COLLABORATION AVEC LE
FINANCIAL TIMES

DOSSIER SPÉCIAL CHAQUE VENDREDI PENDANT 12 SEMAINES

2

« Quand Wall Street éternue... »
Par Bernard Dumas, Groupe HEC
Pages II et III

Les obstacles à l'harmonisation comptable internationale
Par Richard Leftwich, université de Chicago
Malgré l'intégration croissante des places boursières internationales, les règles comptables réglementant l'information financière varient encore d'un pays à l'autre. La SEC ne souhaite pas d'un référentiel international trop éloigné des normes américaines.
Pages IV à VI

La création d'un langage comptable international
Par Dominique Thouvenin, Ernst & Young Audit
Chargé d'élaborer un véritable langage comptable mondial au plus tard pour 1999, l'IASC doit conjuguer aujourd'hui des objectifs divers et des moyens limités.
Pages VII et VIII

Actualisation des cash-flows : quel critère ?
Par Patricia O'Brien, London Business School
Le meilleur critère comptable de prévision des cash-flows futurs est celui qui exprime de façon crédible les résultats des cycles d'exploitation récurrents.
Pages VIII à X

Le choix d'une structure financière
Par Antoine Hyafil, Groupe HEC
La finance ne crée pas de valeur, mais elle peut éviter d'en détruire, ou de manquer des occasions d'en créer. De ce fait, elle a un impact sur la valeur créée.
Pages X et XI

Les Echos

Directeur général, directeur des publications : Olivier **FLEUROT**
Directeur général adjoint : David **GUIRAUD**
Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas **BEYTOUT**

L'Art de la Finance

Rédacteur en chef adjoint : Michel **DABAJI**
Coordination et secrétariat de rédaction : Stéphanie **MEUNIER**
Valérie **MAILLARD**

Pour recevoir les cahiers de l'Art de la Finance, reportez-vous à la page XI

« Quand Wall Street éternue... »

La globalisation des marchés financiers semble fort avancée. Sommes-nous en présence d'un marché mondial unifié ou intégré, ou de plusieurs marchés segmentés ?

BERNARD DUMAS

A en croire la presse financière quotidienne, on pourrait être amené à penser que le marché financier mondial souffre d'un énorme phénomène de contagion. Il arrive très souvent que la presse trouve la cause des hausses et des baisses de la Bourse de Paris dans des mouvements semblables s'étant produit la veille à Wall Street. Récemment, au cours du mois d'août 1997, les krachs des marchés asiatiques on induit une baisse très prononcée de la Bourse de Paris qui avait pris auparavant une direction ascendante. Une des questions à débattre dans le présent article est de savoir dans quelle mesure le marché boursier est principalement soumis à l'influence de la conjoncture du pays ou bien singe essentiellement les mouvements qui se produisent sur les marchés boursiers mondiaux.

Une question connexe concerne le degré d'intégration des marchés financiers : sommes-nous en présence d'un marché mondial (unifié ou intégré) ou de plusieurs marchés (segmentés les uns par rapport aux autres) ?

S'ils sont un, le coût du capital (rentabilité exigée) d'un titre financier est le même dans le monde entier et le lieu où une entreprise se procure son financement importe peu, de même qu'importe peu le lieu où elle effectue des acquisitions (si l'on met à part, bien entendu, les synergies éventuelles dans l'activité de production ou de vente de cette entreprise). S'ils sont un, le marché financier mondial est si vaste qu'un Etat a peu d'espoir d'affecter le taux d'intérêt réel « de son pays » (à moins que ne se produisent des distorsions sur le marché des biens et services qui occasionneraient des déviations par rapport à la parité des pouvoirs d'achat). S'ils sont un, on peut argumenter que le taux d'épargne d'un pays peut lui valoir un taux de croissance plus élevé que dans le reste du monde, mais cela ne pourra pas être imputé au fait que les entreprises du pays bénéficient d'un avantage en termes de financement.

S'ils sont plusieurs, les conclusions doivent être inversées : un directeur financier d'entreprise se doit de prospecter dans le monde entier pour découvrir le marché financier dans lequel il peut placer au meilleur prix les titres émis par son entreprise, de la même façon qu'il recherche jour après jour les projets d'investissement physique qu'il peut vendre au marché financier à un prix intéressant. Avec suffisamment de clairvoyance, un Etat peut, par l'intermédiaire du taux d'intérêt réel, mettre en œuvre une politique monétaire et fiscale qui amortisse les hauts et les bas du cycle des affaires.

Le prix d'un titre financier sur un marché est la somme cumulée des flux de trésorerie futurs actualisés qui s'attachent à ce titre. Deux éléments entrent donc dans la détermination du prix : la suite des flux de trésorerie futurs et les facteurs d'actualisation. Lorsque nous observons que les prix de deux titres cotés sur deux marchés différents baissent simultanément, deux interprétations sont possibles. Il se peut que, à flux inchangés, les facteurs d'actualisation qui ont cours sur les deux marchés se soient déplacés ensemble vers le bas. Si cela se produit systématiquement, c'est le signe que les deux marchés sont intégrés. Mais il se pourrait également que les perspectives de flux de trésorerie se soient déplacées simultanément vers le bas alors que les facteurs d'actualisation étaient et sont restés différents d'un pays à l'autre. Le déplacement commun des prix ne fournirait alors aucune indication sur l'intégration ou la segmentation des marchés financiers.

Etant donné que des marchés financiers qui fonctionnent sur le mode unifié ont tendance à produire des rentabilités boursières qui sont davantage corrélées les unes avec les autres que ne le font des marchés qui fonctionnent séparément, il est toujours tentant d'interpréter les corrélations (mouvements simultanés à la hausse ou à la baisse). La corrélation est un nombre de nature statistique qui mesure l'intensité d'une liaison entre marchés financiers comme une marque de leur degré d'intégration. Ce nombre est toujours compris entre − 1 et + 1. Une corrélation égale à zéro entre deux variables indique qu'elles fluctuent indépendamment l'une de l'autre. Une corrélation égale à + 1 indique une relation linéaire positive parfaite. Une corrélation égale à − 1 indique une relation linéaire négative parfaite. Nous observons par exemple une corrélation entre les marchés allemands et français de l'ordre de 0,6 alors que celle qui lie les marchés français et japonais est d'environ 0,4. Cette différence traduit probablement le fait que les économies allemandes et françaises sont plus intégrées l'une avec l'autre que ne le sont les économies japonaises et françaises. Mais, sur cette différence totale, quelle part est due à l'imbrication commerciale et au libre mouvement des marchandises et quelle part résulte du degré d'intégration des marchés financiers ?

L'interprétation des corrélations nécessite donc que l'on prenne en compte les changements de flux de trésorerie qui sont la manifestation de chocs industriels communs. Quelquefois, la prise en compte des flux est faite automatiquement par la définition même des titres financiers. Lorsque le même titre financier est coté sur deux marchés différents, comme dans le cas de double cotation, ou dans le cas de vente à l'étranger d'un titre sous la forme de « depository receipts », il est en général vendu à des prix à peu près égaux, si l'on a pris soin, bien entendu, d'effectuer une comparaison dans une même mon-

Figure 1

Corrélations des productions et des rentabilités boursières dans le monde

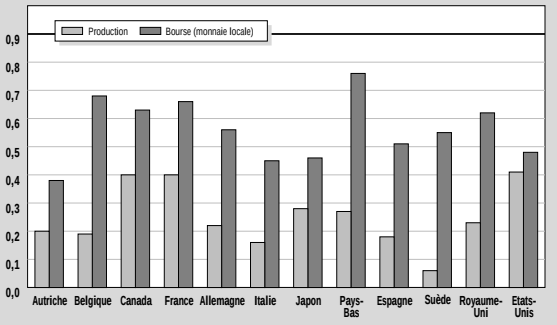


Figure 2

Corrélations interprétées en termes de segmentation ou intégration

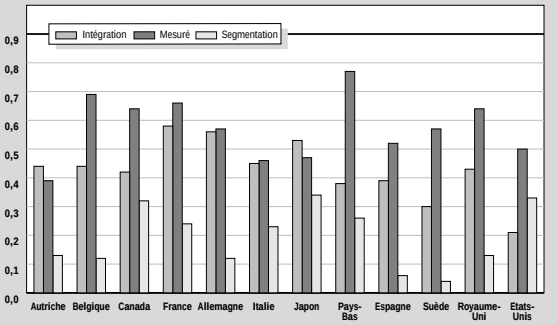
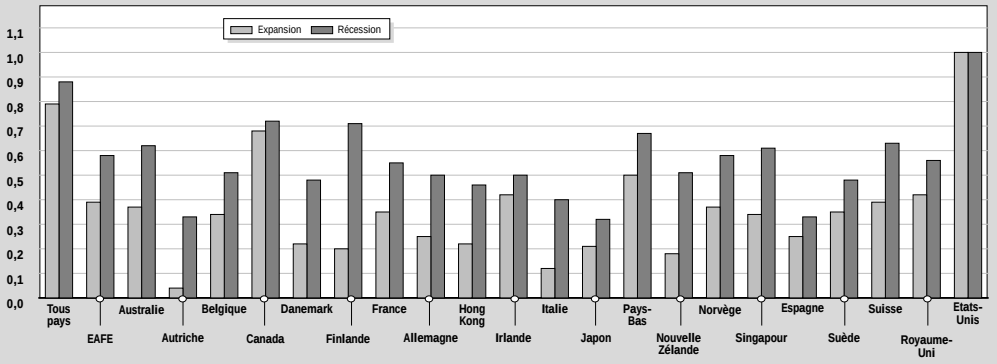


Figure 3

Corrélations avec les USA différenciées selon la phase du cycle



naie. Les quelques écarts de prix qui se produisent sont imputables à des phénomènes de « microstructure » des marchés (appelés quelquefois phénomènes techniques). Mais il existe des contre-exemples célèbres : depuis 1905, la compagnie Shell Transport and Trading, qui est cotée à la Bourse de Londres, et la compagnie Royal Dutch, qui est cotée à la Bourse d'Amsterdam, ont mis en commun leurs dividendes. Les deux groupes d'actionnaires reçoivent des parts fixes de la somme des dividendes déclarés par les deux compagnies. En conséquence, les prix des actions des deux sociétés, exprimés dans une même monnaie, devraient être proportionnels l'un à l'autre. Pourtant, un mémorandum de la société d'investissement Goldman Sachs a fait apparaître qu'ils ne le sont pas. Au début des années 80, les écarts de prix atteignaient 20 %. A la fin des années 80 et au cours des années 90, ils ne dépassent pas 10 % mais il s'agit encore d'une différence importante sur des marchés aussi libres, aussi ouverts et aussi bien arbitrés que ceux de Londres ou d'Amsterdam. Il est encore plus révélateur de constater que le prix de Royal Dutch a tendance à fluctuer en harmonie avec l'indice de la Bourse d'Amsterdam (dont on aurait retiré la composante Royal Dutch), alors que le prix de Shell Transport and Trading a tendance à suivre l'indice du London Stock Exchange. Il s'agit-là d'un exemple direct de segmentation.

Il se peut cependant que la paire Shell Trading and Transport-Royal Dutch ne soit qu'un exemple isolé. Nous aimerions savoir si la segmentation des marchés est un phénomène exceptionnel ou bien un phénomène répandu, qui entraînerait de façon habituelle une valeur des corrélations de rentabilité plus faible qu'elles ne le seraient dans le cas d'intégration. Il serait aussi intéressant de découvrir si, au contraire, les corrélations sont encore plus élevées qu'elles ne le seraient dans le cas d'intégration, ce qui signifierait que les Bourses mondiales font preuve d'un comportement moutonnier ou mimétique. Pour toutes ces raisons, il faut arriver à séparer les effets des flux de trésorerie de ceux des variations de facteurs d'actualisation.

● Premier regard sur les corrélations

La figure 1 (voir page précédente) compare les corrélations des rentabilités boursières de 12 pays de l'OCDE, calculées sur une base mensuelle de janvier 1970 à juin 1996, avec les corrélations des productions industrielles, utilisées ici comme succédanés des flux de trésorerie. Il s'agit des corrélations de la rentabilité boursière ou de la production de chaque pays avec le reste du monde (le pays lui-même étant exclu du reste du monde afin de ne pas surestimer la corrélation des pays de grande taille). Les rentabilités boursières dans cette figure et la suivante sont calculées dans la monnaie du pays mais le schéma serait extrêmement semblable si les rentabilités avaient toutes été traduites en dollar.

Comme l'ont déjà fait remarquer Ammer et Mei (1), les corrélations des rentabilités boursières sont toujours plus élevées que les corrélations des productions. On peut être tenté d'interpréter cela comme un signe d'intégration : un jeu de facteurs d'actualisation communs provoque les fluctuations des places boursières, en sus des mouvements communs qui trouvent leur origine dans les changements de flux de production. Cependant, il n'est pas clair que cette interprétation s'impose car il reste vrai que les pays dont les corrélations de production sont les plus élevées sont aussi ceux dont les corrélations de rentabilité boursière sont les plus élevées. De plus, il se pourrait − et nous aimerions nous en rendre compte − que les corrélations observées soient excessives (à cause de comportements mimétiques) au regard de n'importe quel équilibre, qu'il s'agisse d'un équilibre de marché intégré ou d'un équilibre de marchés segmentés.

Il n'est pas possible de déterminer si les mouvements boursiers sont justifiés par une hypothèse (par exemple, l'intégration) ou l'autre, sans examiner le comportement des « fondamentaux » (par exemple la production). Entre le 30 juin et le 31 décembre 1997, les Bourses des pays développés ont subi des pertes importantes du fait de la déroute boursière qui a frappé les pays émergents (Corée du Sud : − 49,64 %; Indonésie : − 44,59 %, etc.). Tous les analystes se sont penchés sur l'impact physique des économies des pays en voie de développement sur celles des pays développés, faisant remarquer par exemple que la France exporte seulement 0,71 % de ses exportations totales vers la Corée du Sud et 0,51 % vers l'Indonésie. L'idée de base était que les pays qui n'ont que des liens de faible importance avec les économies en crise ne subiraient qu'un faible impact d'output.

● Ce que cela signifie en ce qui concerne l'intégration et la segmentation

Il ne nous est pas possible, dans un modèle simple de l'économie mondiale, de prendre en compte dans le détail toutes les interactions commerciales de chaque paire de pays. Mais nous pouvons au moins espérer saisir leurs mouvements communs grâce à un modèle statistique simple. C'est ce que nous avons fait dans l'étude Dumas, Harvey, Ruiz (2), soutenue par la Fondation HEC. Dans ce travail, nous identifions un « cycle des affaires mondial » à quoi s'ajoutent des cycles nationaux qui sont indépendants les uns des autres et du cycle mondial. Puis nous calculons les rentabilités boursières des différents pays telles qu'elles auraient dû être dans l'hypothèse où les marchés financiers sont intégrés, puis dans l'hypothèse où ils sont segmentés. La valeur d'un paramètre crucial représentant les préférences des investisseurs est choisie de façon à rendre compte aussi exactement que possible des corrélations entre rentabilité boursière et production, pour chacun des pays.

Le résultat de ce calcul apparaît à la figure 2 (page précédente) qui donne une mesure directe du degré d'intégration de chaque pays dans le marché mondial. On y fait apparaître ce que devraient être les corrélations dans l'hypothèse d'intégration, comparées à ce qu'elles sont en réalité (soit les mêmes nombres que sur la figure 1) et à ce qu'elles devraient être dans l'hypothèse de segmentation. Les corrélations des rentabilités boursières de la plupart des pays sont plus élevées que celles qui résulteraient de l'intégration. Le Japon et l'Autriche sont les seules exceptions. Le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Suède sont ceux pour lesquels les corrélations dépassent le plus leur niveau d'intégration complète. Mais les Pays-Bas constituent un cas délicat car la Bourse d'Amsterdam couvre un tissu industriel qui est véritablement mondial.

En conclusion, les Bourses des différents pays se comportent comme si elles étaient intégrées.

● Dans quelle mesure les corrélations évoluent-elles ?

L'étude dont nous venons de parler supposait que les corrélations (et les volatilités) différaient d'un pays à l'autre mais restaient constantes au cours du temps, hypothèse que l'on n'a faite que pour préserver la simplicité du modèle. Mais cette hypothèse n'est pas satisfaite en réalité. Les corrélations varient au cours du temps. Longin et Solnik (3) ont fait remarquer qu'elles ont tendance à être plus élevées lorsque les volatilités sont elles-mêmes élevées (ce qui les a amenés à conclure que les avantages de la diversification internationale ne sont pas disponibles au moment où les investisseurs en ont le plus besoin).

La figure 3, extraite de Erb, Harvey et Viskanta (4), explique dans une certaine mesure ce qui fait fluctuer les corrélations. Elle représente les corrélations des rentabilités boursières de nombreux pays avec la rentabilité de la Bourse de New York, au cours de la période qui s'étend de janvier 1970 à mars 1997, découpée en deux sous-échantillons : l'un qui contient les mois classés comme étant des récessions aux Etats-Unis par le National Bureau of Economic Research, l'autre qui comporte les mois classés aux Etats-Unis comme des expansions. Il est visible que les corrélations sont sensiblement plus élevées au cours des récessions qu'au cours des expansions. Ainsi, les cycles des affaires contribuent non seulement à déterminer les corrélations observées, comme nous l'avons vu précédemment, mais ils influent aussi sur les changements de corrélations eux-mêmes.

Si nous revenons à la question de l'intégration ou de la segmentation, il est évident que la figure 3 ne signifie pas que les marchés financiers sont mieux intégrés au cours des périodes de récession. Elle signifie seulement que des recherches complémentaires sont nécessaires si l'on souhaite démêler correctement les influences respectives des variations de production et des variations de facteurs d'actualisation. Dans ces nouvelles recherches, il faudra aussi permettre au degré d'intégration d'un pays de varier au cours du temps. Quand ce travail sera fait, nous serons mieux à même que maintenant de déterminer si le marché financier est un ou multiple. Dans l'état actuel de nos connaissances, il semble être unifié. ●

Résumé

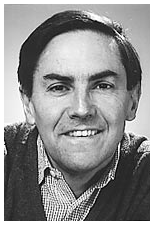
Les marchés qui fonctionnent comme un marché unifié ont tendance à produire des rentabilités boursières qui sont plus corrélées que celles des marchés qui fonctionnent séparément. Cela est vrai, à degré de corrélation égal des « fondamentaux » (dividende ou production). Ayant pris en compte les fluctuations de la production de 12 pays de l'OCDE, nous avons trouvé que les corrélations entre les différentes places financières sont quelque peu excessives. Elles semblent indiquer que les différents marchés suivent le même rythme. La globalisation des marchés semble fort avancée. Il se peut même que les corrélations soient plus élevées que ce qui serait justifié par l'hypothèse d'intégration. Si cela est vrai, nous aurions des raisons de croire à un comportement moutonnier des places financières.

(1) « Measuring International Economic Linkages with Stock Market Data », J. Ammer et J. Mei, « Journal of Finance », 51, pp. 1.743-1.763, 1996.

(2) « Are Common Swings in International Stock Returns Justified by Subsequent Changes in National Outputs? » B. Dumas, C. R. Harvey et P. Ruiz, cahier de recherche n° 603/1997, HEC, 1997.

(3) « Is the Correlation in International Equity Returns Constant ? » F. Longin et B. Solnik, « Journal of International Money and Finance », 14, pp. 3-26, 1995.

(4) « Political Risk, Economic Risk and Financial Risk », C. B. Erb, C. R. Harvey et T. E. Viskanta, « Financial Analysts Journal », 52, pp. 29-46, 1996.



Bernard Dumas

Bernard Dumas est professeur de finance au Groupe HEC. Il est également Visiting Professor à la London Business School.

Pour être cotée outre-Atlantique, une société européenne, par exemple, doit satisfaire aux règles et spécifications de la Bourse où ses actions seront échangées et se conformer à l'arsenal des règles d'information comptable imposé par la SEC, légèrement amendées à titre de concession pour les émetteurs étrangers.

© Jim Leynse/SABA-REA

Les obstacles à l'harmonisation comptable internationale

Malgré l'intégration croissante des places boursières internationales, les règles comptables réglementant l'information financière varient encore d'un pays à l'autre. La SEC ne souhaite pas d'un référentiel international trop éloigné des normes américaines.

Richard Leftwich

Richard Leftwich est titulaire de la chaire de comptabilité et de finance Fuji Bank and Heller de la Graduate School of Business de l'université de Chicago. Ses recherches portent sur l'audit, la notation des émissions obligataires, les changements de statuts et les achats en blocs.

RICHARD LEFTWICH

La Securities and Exchange Commission (SEC) américaine joue un rôle clef dans les efforts faits pour développer un référentiel comptable international qui puisse être accepté partout. Sans son accord, les sociétés cherchant à se financer aux Etats-Unis ne peuvent pas présenter des états financiers selon les normes internationales pour satisfaire aux exigences en matière d'information financière.

La SEC a déclaré qu'elle était prête à reconnaître des règles comptables internationales, à condition que celles-ci soient conformes aux principales caractéristiques des normes américaines. Elle fait ainsi peser de sérieuses menaces sur la viabilité des normes internationales, car un grand nombre de grandes sociétés internationales souhaitent avoir accès au marché financier américain. Mais la SEC doit également faire face à un dilemme : nombre de ses membres, notamment les Bourses et les investisseurs institutionnels américains, tireraient sans conteste le plus grand profit d'un allégement des conditions d'accès aux marchés financiers américains, actuellement imposées aux sociétés cotées à l'étranger. La SEC devra déployer des trésors de diplomatie pour favoriser l'accès des entreprises étrangères à ces marchés, en « assouplissant » les règles d'information financière tout en apaisant les sociétés américaines contraintes d'établir des états financiers selon les normes nationales, plus strictes, et donc plus onéreuses.

Des différences existent aussi entre les pays dans les sytèmes de reporting interne (informations destinées aux dirigeants d'une société), mais elles sont moins discutées pour deux raisons.

D'une part, l'hétérogénéité de ces informations, à usage interne, passe davantage inaperçue aux yeux des investisseurs extérieurs et se prête moins à la vérification scrupuleuse de tiers.

D'autre part, dans le choix d'un système comptable interne, l'influence des instances réglementaires est moindre. En effet, les entreprises peuvent tester plus facilement un nouveau système comptable ; elles peuvent également adopter des pratiques et des normes qu'elles jugent plus performantes, sans avoir à convaincre les autorités de la pertinence de leur choix.

En revanche, dans le domaine de l'information financière, l'influence des différents organes réglementaires, dont les priorités économiques et politiques diffèrent, semble écarter toute possibilité de voir converger les normes comptables.

● Disparité des méthodes comptables

Parfois tout à fait anodines, ces divergences peuvent porter sur la forme ou sur le fond. Deux pays ayant la même langue (l'anglais, par exemple) peuvent adopter des terminologies différentes : sales (Etats-Unis) et turnover (Royaume-Uni) pour chiffre d'affaires ou retained earnings (Etats-Unis) et undistributed profits (Royaume-Uni) pour report à nouveau.

Même lorsque les pays utilisent des normes similaires, la présentation des comptes varie. Aux Etats-Unis, par exemple, l'actif est présenté à gauche du bilan et les différents postes sont classés par liquidité décroissante, actif circulant en tête. Au Royaume-Uni, l'actif peut être présenté à droite du bilan, et les postes sont classés dans l'ordre inverse, en commençant par les immobilisations.

Dans certains pays (Allemagne, Belgique, France et Italie), les actionnaires ne reçoivent généralement que deux tableaux de synthèse (le compte de résultat et le bilan). Dans d'autres pays, un troisième état (tableau de financement) est également présenté, mais il décrit les ressources et les emplois du fonds de roulement, et non les ressources et les emplois de la trésorerie.

Si les disparités se limitaient à des questions de terminologie et de présentation, l'élaboration d'un ensemble de normes universelles ne présenterait aucune difficulté. Toutefois, il existe des divergences fondamentales dans le traitement de nombreuses activités économiques (telles les fusions, les retraites, le crédit-bail ou les variations de valeur des instruments financiers), reflétant les disparités entre les principes généraux qui sous-tendent les référentiels de chaque pays.

Le tableau 1 (voir page VI) illustre ces différences. Si on applique à une transaction donnée les principes régissant les normes comptables d'un pays, on peut obtenir un traitement comptable qui viole les principes sous-jacents au référentiel d'un autre pays. Les réserves latentes − ou occultes − des entreprises allemandes, si décriées, en sont un parfait exemple.

Outre-Rhin, la comptabilité est fortement influencée par le désir de protéger les créanciers. De plus, c'est le résultat comptable publié qui sert généralement de base d'imposition. Ainsi, les entreprises sont fortement incitées, sur le plan juridique et économique, à évaluer résultat et actifs de façon prudente. Par conséquent, les normes comptables allemandes imposent aux entreprises de constituer des provisions pour toutes les pertes éventuelles. Tout risque pouvant être considéré comme possible, les chefs d'entreprise ont toute latitude pour fixer le montant de ces dotations.

De plus, l'absence de notes dans l'annexe sur les mouvements de provisions empêche les analystes financiers d'évaluer dans quelle mesure le résultat est affecté par ces transferts ou de déterminer la part du résultat imputable à l'activité économique et celle imputable aux services comptables.

Paradoxalement, nombre de ces techniques apparemment prudentes peuvent être utilisées pour gonfler le résultat en imputant (sans que cela soit mentionné dans l'annexe) certaines charges sur les réserves et non sur le résultat. De telles pratiques sont expressément proscrites dans d'autres pays (tels les Etats-Unis et le Royaume-Uni), où les entreprises ont certes la possibilité de constituer des provisions pour compenser les pertes probables, mais sont tenues de signaler tout mouvement de ces postes dans l'annexe.

Le tableau 2 utilise le prospectus établi par Daimler-Benz pour la SEC pour souligner l'impact considérable des mouvements de provisions. Les débats sur les mérites relatifs des normes comptables de divers pays, et notamment depuis que ces débats ont été portés au niveau politique, exagèrent souvent les divergences des différentes philosophies.

Interrogeons-nous sur la précision des diverses normes comptables nationales, ou, en d'autres termes, sur la liberté laissée aux chefs d'entreprise dans l'application de ces normes à certains événements ou transactions. Nous constatons alors que tous les pays, Etats-Unis compris, laissent une certaine marge de manœuvre aux dirigeants.

Certaines entreprises américaines dont la rigueur comptable fait l'admiration de tous, comme General Electric, adoptent des pratiques prudentes depuis si longtemps qu'elles disposent de réserves qu'on a du mal à ne pas qualifier d'occultes. De plus, malgré les réglementations américaines en matière de notes explicatives et de commentaires, il est tout à fait possible (notamment à l'aide de provisions pour frais de restructuration si chères aux entreprises) de dissimuler des mouvements de ces réserves présumées.

L'information financière est un élément clé des dispositifs d'information et de contrôle conçus pour résoudre certains problèmes induits, dans les grandes entreprises, par la séparation entre la détention du capital et la direction des affaires. En termes économiques, la comptabilité fait partie du système du gouvernement d'entreprise, dont l'objectif est d'amener les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Les normes comptables applicables dans un pays donné doivent être appréciées au regard des autres systèmes d'information et de contrôle employés dans ce pays. Le tableau 3 nous donne des exemples de ces différentes conceptions.

Résumé

Malgré l'intégration croissante des places boursières internationales, les normes comptables réglementant l'information financière varient encore d'un pays à l'autre. Certaines disparités sont certes minimes, mais nombre d'entre elles concernent des questions clés de la vie des entreprises (fusions, systèmes de retraite, etc.) et trouvent leur origine dans des philosophies propres à chaque pays, telles que la volonté, en Allemagne, de protéger les créanciers, ou telles que les différentes conceptions du gouvernement d'entreprise.

La comptabilité est le fruit d'un système économique et politique ; c'est pourquoi la convergence des référentiels comptables sera vraisemblablement la conséquence et non l'origine d'un processus de convergence plus vaste.

Toutefois, la concurrence à laquelle se livrent les places boursières nationales pour attirer de nouvelles entreprises et l'abîme séparant le système réglementaire américain et celui des autres marchés ont suscité un regain d'intérêt pour les normes internationales et les travaux de l'IASC. Les défis à relever sont considérables et selon toute probabilité, c'est dans les domaines où les normes internationales seront suffisamment souples pour être compatibles avec de nombreuses normes nationales que les progrès les plus significatifs seront réalisés. Néanmoins, la SEC resterait violemment opposée à toute reconnaissance, même implicite, d'une information financière à deux niveaux, qui pourrait inciter les entreprises à se délocaliser pour constituer une nouvelle entité juridique dans un pays où l'environnement comptable serait moins exigeant.

● **Pourquoi les différences persistent-elles ?**

Les systèmes de gouvernement d'entreprise diffèrent très nettement d'un pays à l'autre, reflétant les disparités des systèmes juridiques, le rôle des marchés financiers, l'influence des gouvernements sur les marchés financiers et autres marchés, ainsi que les traditions et les cultures. Des méthodes comptables économiquement sensées dans un pays peuvent se révéler peu appropriées dans un autre.

Les grandes banques sont ainsi les principaux actionnaires des grands groupes allemands ; elles sont représentées au conseil d'administration et ont accès au reporting interne. Les dirigeants allemands sont sanctionnés ou récompensés essentiellement par les représentants de ces actionnaires, et non en fonction des performances boursières de l'entreprise. L'impact des choix comptables fait donc l'objet d'une analyse moins détaillée dans les états financiers en Allemagne que dans un environnement où les actionnaires sont moins bien représentés au conseil d'administration.

Prenons un autre exemple. Au Japon, le Keiretsu est un groupe d'entreprises à participations croisées qui entretiennent des relations très étroites de type clients-fournisseurs. Des systèmes similaires existent en Corée. Les relations entre ces sociétés ne sont pas comparables à celles qui lient un holding et ses filiales, système si courant au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Dans l'environnement économique japonais, les entreprises nationales établissent donc rarement des comptes consolidés, alors que ce type de présentation est la norme dans les pays où les rapports société mère-filiale sont courants (Australie, Etats-Unis, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni).

La situation est d'autant plus complexe que le choix des normes comptables est réglementé dans chaque pays. Les normes comptables et les procédures de gouvernement d'entreprise d'un pays sont le fruit de processus économiques et politiques, et pas simplement le résultat du jeu du marché. De plus, aucun argument économique précis n'a pu être apporté pour justifier la réglementation des normes comptables.

Pourquoi les pratiques diffèrent-elles si nettement d'un pays à l'autre en matière de gouvernement d'entreprise ? On peut certes invoquer la culture, la tradition et l'histoire. Toutefois, les économistes privilégient les explications reposant sur des facteurs tels que le système judiciaire et la législation sur les droits de propriété, même si, en fin de compte, ces facteurs eux-mêmes font intrinsèquement partie de chaque culture.

La comptabilité étant le fruit des systèmes économique et politique, l'harmonisation des référentiels comptables devrait être la conséquence, et non le moteur, de la convergence de ces systèmes. En outre, les normes comptables étant largement influencées par la législation et la réglementation, le marché ne saurait à lui seul être le catalyseur d'une telle convergence.

● **Les normes comptables internationales**

L'IASC (International Accounting Standards Committee), comité international de normalisation de la comptabilité, fut créé en 1973 par des représentants des associations professionnelles d'experts-comptables de plusieurs pays. Depuis lors, il a édicté 32 normes comptables internationales, ou IAS (International Accounting Standards).

Pendant les dix premières années de son existence, l'IASC a essentiellement œuvré dans l'ombre, et le processus d'élaboration de normes comptables internationales était davantage considéré comme un pur exercice intellectuel que comme un moyen de faciliter la comparaison des états financiers des entreprises de pays différents.

Rares ont été les grands marchés financiers mondiaux à reconnaître formellement les normes comptables internationales et l'IASC n'avait aucun moyen de contraindre les sociétés à adopter ses normes. Dans un premier temps, l'IASC s'est essentiellement attaché à concevoir des normes internationales qui soient cohérentes avec des référentiels nationaux très disparates. Par conséquent, ces normes internationales autorisaient différents traitements comptables et les normes nationales de la majorité des pays constituaient en quelque sorte des sous-ensembles des normes internationales.

Toutefois, l'IASC a trouvé un second souffle. Un nouveau concept, l'harmonisation, est désormais au cœur des débats, signe d'un subtil changement d'orientation ; les efforts de marketing sont eux aussi à l'ordre du jour, afin de convaincre les membres de l'IASC d'adopter les normes internationales.

Ce regain d'intérêt en faveur des normes comptables internationales s'explique par la concurrence que se livrent les places boursières nationales pour attirer à elles de nouvelles entreprises souhaitant être admises à la cote, et par les disparités très profondes entre le système réglementaire américain et celui d'autres marchés financiers internationaux.

Les grandes Bourses cherchent à optimiser leurs bénéfices et leur croissance comme leur rentabilité sont tributaires des nouvelles cotations. Elles sont également conscientes que les entreprises considèrent les contraintes d'information financière comme un droit d'entrée implicite très élevé, notamment aux Etats-Unis.

L'existence d'un corps de normes comptables internationales renforcerait le pouvoir des Bourses dans leurs négociations avec les organes réglementaires et plusieurs Bourses (notamment la Bourse de New York, Nyse) ont œuvré, dernièrement, en faveur d'une amélioration du budget, de la visibilité et de la crédibilité de l'IASC.

En 1987, l'IASC a entrepris de réduire le nombre d'options pour chaque norme internationale et promulgué 10 nouvelles normes en 1993. Mais l'IASC a surtout changé d'attitude à propos des normes nationales.

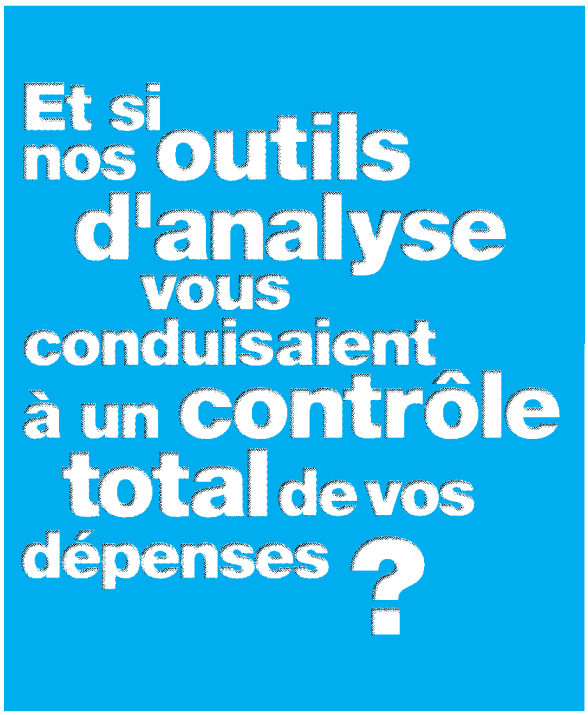
Auparavant, ses membres devaient s'assurer de la compatibilité de leurs normes nationales avec les normes internationales. Aujourd'hui, l'IASC semble décidé à mettre au point des normes internationales susceptibles de remplacer les normes nationales pour les émetteurs étrangers.

En 1995, l'Organisation internationale des commissions des valeurs (OICV), regroupant les organes réglementaires de la plupart des marchés financiers du monde, et l'IASC ont décidé, d'un commun accord, d'élaborer un « noyau dur » de normes comptables d'ici à 1999 susceptible d'être adopté et imposé par tous les pays, du moins pour les émetteurs étrangers. Afin d'harmoniser plus avant les normes nationales, l'IASC a également annoncé son intention de formuler des interprétations destinées à expliquer aux entreprises comment appliquer les normes internationales à certaines transactions ou certains événements particuliers.

Dans d'autres domaines, l'IASC a remporté quelques succès. Plusieurs pays (la Malaisie ou le Pakistan, par exemple) ont adopté les IAS existantes, qui constituent donc leur référentiel national, et de nombreux Etats (notamment en Europe de l'Est) venant de se doter d'une place boursière mais dépourvus de système comptable national semblent prêts à leur emboîter le pas.

Américanocentrisme

D'autres pays ont adopté certaines normes internationales venant se substituer à leurs normes nationales ou les compléter. Certaines places boursières, au premier chef celle de Londres, ont admis des sociétés dont la comptabilité est conforme aux normes IAS et plus de 200 grands groupes (la plupart domiciliés au Canada, en France et en Suisse) ont



produit un deuxième jeu de comptes établi selon ces normes.

La SEC a même concédé à certaines sociétés étrangères le droit d'appliquer certaines règles IAS comme la norme relative au tableau de financement (IAS 7), aux devises (IAS 21), au regroupement d'entreprises (IAS 22) et à la comptabilisation des effets de l'inflation (IAS 29).

Au sein de l'Union européenne, certains efforts d'harmonisation des méthodes comptables ont été entrepris, notamment avec les IVe et VIIe directives. Celles-ci ont toutefois connu le même sort que bien d'autres et doivent encore produire des effets tangibles. De plus, les pays européens ayant adopté le principe de reconnaissance mutuelle des normes, le processus d'intégration a marqué le pas. Malgré la création d'un groupe de travail ad hoc en 1990, l'harmonisation comptable n'est plus une priorité, aucune proposition ni déclaration en ce sens n'ayant été faite depuis.

Il est d'usage de considérer les normes américaines comme la référence. Cela n'implique nullement leur supériorité à tous − ni même à certains − égards ; cela reflète seulement la réalité économique et politique.

A moins que les normes IAS ne soient acceptées par la SEC, les sociétés qui s'y conforment ne remplissent pas les conditions pour être admises sur les places boursières américaines. Pour être coté outre-Atlantique, un groupe allemand comme Daimler-Benz doit satisfaire aux règles et spécifications (conditions d'admission à la cote) de la Bourse où ses actions seront échangées et se conformer à l'arsenal des règles d'information comptable imposé par la SEC, légèrement amendées à titre de concession pour les émetteurs étrangers.

La SEC exige notamment que les sociétés étrangères présentent soit des comptes conformes aux US GAAP, soit un tableau de rapprochement avec les US GAAP des comptes préparés selon le plan comptable de leur pays d'origine (l'Allemagne dans le cas de Daimler-Benz). Peu de sociétés optent pour la première méthode, néanmoins, même la méthode du rapprochement comptable coûte cher.

Selon une étude de la SEC, les tableaux de rapprochement comptable (Formulaire 20f) publiés par des sociétés étrangères font apparaître de profondes différences, même lorsque le référentiel appliqué est considéré comme similaire aux normes américaines (comme pour les sociétés britanniques et canadiennes).

De plus, les divergences vont souvent dans le même sens − s'il existe une différence, il y a 70 % de chances que le résultat net publié en fonction des US GAAP soit inférieur à celui publié selon le référentiel national.

A l'inverse, pour faire admettre sa société sur la plupart des places boursières (Londres, Hong Kong ou Tokyo par exemple), il suffit de mettre à la disposition des investisseurs des comptes conformes aux règles comptables prévalant dans le pays d'origine après traduction dans la langue officielle du marché sur lequel la société doit être introduite.

Si le marché boursier américain demeure l'un des plus importants marchés mondiaux, les normes IAS non conformes aux règles américaines deviendront caduques. Mais si la SEC persiste dans son attitude exclusive, la domination des Bourses américaines pourrait bien être compromise.

C'est bien ce qui préoccupe les acteurs de ces marchés soucieux de leur rentabilité, et notamment ceux du New York Stock Exchange. Les membres du Nyse ont vu se profiler la concurrence d'autres places boursières attirant à elles des sociétés étrangères souhaitant ouvrir leur capital, voire des sociétés déjà cotées. Les grands groupes américains non cotés à New York ne sont pas légion, mais il existe dans le monde des centaines de sociétés très importantes dont l'éventuelle cotation au Nyse n'est pas à négliger.

Attirer ces sociétés accroîtrait les bénéfices des organisations membres, rehausserait la visibilité et le prestige de la place new-yorkaise et augmenterait, ou du moins préserverait, les rémunérations des membres de sa direction. A l'évidence, si le Nyse était libre de choisir, il accueillerait les sociétés étrangères en les autorisant à présenter une comptabilité ne se référant pas nécessairement aux US GAAP.

Le défi que l'IASC doit relever est considérable. Nombre de sujets à aborder dans le cadre du noyau dur comportent des points épineux comme la comptabilisation des écarts d'acquisition, des instruments financiers, l'information sectorielle, la présentation des situations intermédiaires, les contrats de location, les transactions non-monétaires et les provisions. Tous ces points sont hautement controversés, même sur le plan national. En dépit du formidable élan d'optimisme qui a conduit l'IASC à promettre de boucler le noyau dur de son programme en avance sur le calendrier, tout laisse aujourd'hui à penser qu'il sera difficile de respecter la date de 1999.

Aucun critère objectif ne permet de désigner le meilleur traitement comptable pour tel ou tel élément. De façon plus générale, il n'existe aucun consensus sur certaines grandes questions de comptabilité fondamentales entre les membres de l'IASC. Pour parvenir à un accord sur un projet de norme, la méthode la plus simple consiste à adopter une formulation assez souple pour être compatible avec les règles nationales. Comme prévu, le processus de normalisation progresse sans heurt dès lors qu'il y a peu de conflit entre les référentiels nationaux et lorsque la norme internationale édictée est compatible avec le plus grand nombre de normes nationales.

Une solution en vue ?

L'IASC a plus que des problèmes épineux à régler. Politiquement, le comité est placé entre le marteau et l'enclume et semble enclin à élaborer des normes susceptibles d'être adoptées par les sociétés étrangères en remplacement du référentiel national. Implicitement, cela reviendrait à créer un système d'information financière à deux niveaux si les émetteurs nationaux continuent à utiliser le référentiel national ; un tel système créerait inévitablement des tensions considérables dans les pays comme les Etats-Unis où les normes nationales sont jugées au moins aussi coûteuses.

La SEC a fait comprendre que tout référentiel international s'éloignant de la philosophie, de l'étendue et de la spécificité des normes américaines ne serait pas acceptable. Elle bénéficie de l'appui du Financial Accounting Standards Board (FASB), dans la mesure où l'acceptation généralisée des normes IAS pourrait compromettre la crédibilité des normes FASB.

En s'opposant à une solution à deux vitesses, la SEC court le risque de révéler que le roi est nu. Elle déclare redouter un nivellement par le bas si les sociétés étrangères étaient autorisées à adopter des normes comptables jugées moins onéreuses et moins strictes que les normes américaines. Si la SEC refuse d'assouplir les règles nationales, il serait à craindre en effet que les groupes américains ne se délocalisent à l'étranger pour y fonder une nouvelle structure juridique et revenir lever des fonds sur les marchés financiers américains en s'appuyant sur les normes IAS.

Avec ce raisonnement, la SEC feint d'ignorer que si les normes américaines sont effectivement meilleures (même en prenant en compte leurs coûts supérieurs), les sociétés adoptant les normes internationales supposées moins strictes devraient voir leur valeur boursière chuter du fait du coût plus élevé des capitaux.

Qui connaît les péripéties de la monnaie unique en Europe peut avoir une idée de la complexité du chantier que représenterait la création d'un véritable espace comptable international. ●

Divergences des philosophies comptables — Tableau 1

	D'une part	D'autre part
Objectif premier de l'information financière	Informer les actionnaires (ex. Etats-Unis et Royaume-Uni)	Protéger les créanciers, éviter de communiquer des informations susceptibles de pénaliser l'entreprise par rapport à ses concurrents (ex. Allemagne et Japon)
Orientations données par les normes	Instructions d'application très précises, couvrant toutes les transactions (ex. Etats-Unis)	Grandes lignes uniquement, laissant aux dirigeants une grande marge de manœuvre pour de nombreuses transactions (ex. Allemagne et Japon)
Sujets traités dans les normes	Des normes très pointues traitent largement les activités principales et annexes des entreprises, par exemple le coût de modification des logiciels pour le passage à l'an 2000 (Etats-Unis)	Pas de normes précises pour certaines activités essentielles (ex. systèmes de prévoyance pour les retraités en Allemagne, au Canada et aux Pays-Bas)
Liens avec la législation sur l'impôt sur les bénéfices	L'information financière et la déclaration fiscale obéissent à des règles si différentes qu'il existe deux jeux de compte (ex. Australie, Canada, Etats-Unis et Pays-Bas)	C'est le résultat publié qui sert essentiellement de base d'imposition (ex. Allemagne, France et Royaume-Uni)
Fréquence de publication des comptes	Trimestrielle (Canada, Etats-Unis, Israël et Mexique)	Semestrielle (Allemagne, France, Japon, Pays-Bas et Royaume-Uni)
Informations sur les retraitements comptables (transparence)	Note et commentaires détaillés : choix et applications des méthodes comptables et d'évaluation, variations des provisions et autres écritures de retraitement (ex. Australie, Canada, Etats-Unis, Nouvelle-Zélande et Royaume-Uni)	Regroupement de nombreux postes de l'actif et du passif, peu de notes explicatives et tout au plus commentaires succincts sur les modalités d'application des normes comptables, les variations des provisions et la base retenue pour divers retraitements comptables (ex. Allemagne, France, Japon et Suisse)
Imputation des charges sur les capitaux propres	En principe, toutes les charges, y compris les effets cumulés des changements de méthodes comptables, doivent passer par le compte de résultat (ex. Etats-Unis, et avec davantage d'exceptions, le Royaume-Uni)	Certaines charges, notamment celles qui sont liées aux effets rétrospectifs des changements de méthodes comptables, peuvent être imputées sur les réserves (ex. Allemagne)

Des écarts considérables pour Daimler Benz — Tableau 2

En millions de DM	Résultat publié	Transferts	Avant mouvements de provisions
1992	1.450	− 770	2.220
1993	610	4.260	− 3.650

Les différents traitements comptables dans le monde — Tableau 3

Événement ou transaction	Options disponibles
Réévaluation des actifs	Autorisée (Australie, Hong Kong, Inde, Royaume-Uni). Autorisée dans certains cas (France, Italie, Suède). Interdite (Allemagne, Canada, Etats-Unis, Japon).
Tableau de financement	Tableau des flux de trésorerie (Corée, Etats-Unis, Israël, Royaume-Uni). Etat des ressources et des emplois du fonds de roulement (Mexique, Singapour, Suède). Facultatif (Allemagne, France, Pays-Bas, Suisse).
Comptabilisation des effets de l'inflation	Peut faire l'objet d'une note (Australie, Etats-Unis, Pays-Bas, Royaume-Uni). Facultative (Allemagne, Canada, Corée, Indonésie, Japon).
Ecart d'acquisition	Inscription à l'actif et imputation sur les capitaux propres (Afrique du Sud, Italie, Singapour et Royaume-Uni). Inscription à l'actif et amortissement (Australie, Canada, Etats-Unis et France).
Frais de recherche et de développement	Enregistrement en charges (Allemagne, Etats-Unis, Mexique). Immobilisation (Argentine, Corée, Norvège, Pays-Bas). Immobilisation des frais de développement, enregistrement des frais de recherche en charges (Canada, Danemark, Israël, Nigeria, Royaume-Uni). Aucune précision (Chine, Irlande).
Information sectorielle	Présentation des chiffres d'affaires, bénéfice et actifs par secteur d'activité et zone géographique (Canada, Israël, Italie, Singapour et Royaume-Uni). Présentation du chiffre d'affaires par secteur d'activité et zone géographique (Allemagne, Belgique, France, Pays-Bas). Présentation des chiffres d'affaires et bénéfice par secteur d'activité (Corée). Aucune précision (Inde, Indonésie, Norvège, Suisse).
Crédit-bail	Immobilisation obligatoire (Belgique, Etats-Unis, Hong Kong, Israël). Immobilisation facultative ou autorisée dans des cas extrêmement précis (Danemark, France, Japon, Suède). Pas d'inscription au bilan (Inde, Italie).
Avantages autres que les retraites consentis aux retraités	Provisionnement (Indonésie, Nigeria, Royaume-Uni, Etats-Unis). Comptabilisation au moment du paiement (Allemagne, Australie, Hong Kong, Japon).
Engagements de retraite	Provisions couvrant les engagements non financés auprès de tiers (Etats-Unis, Mexique). Pas de provisions (Allemagne, Canada, Pays-Bas, Royaume-Uni). Aucune précision (Belgique, Hong Kong, Nouvelle-Zélande).

La création d'un langage comptable international

Chargé d'élaborer un véritable langage comptable mondial au plus tard pour 1999, l'IASC doit conjuguer aujourd'hui des objectifs divers et des moyens limités.

DOMINIQUE THOUVENIN

Devant les disparités des référentiels comptables nationaux, les professionnels comptables d'une dizaine de pays ont créé, en 1973, l'International Accounting Standards Committee (IASC) pour contribuer à l'amélioration et à l'harmonisation des états financiers, essentiellement en publiant des normes comptables internationales. Vingt-cinq ans après, l'IASC est sur le point de compléter un ensemble cohérent de normes qui vont être utilisées pour les opérations financières transfrontières et il semble donc important de faire le point sur ce qui a été fait, sur la situation actuelle et sur les problèmes à régler pour continuer de progresser dans l'élaboration d'un véritable langage comptable mondial.

L'IASC a beaucoup évolué

A son origine, l'IASC travaillait sur un programme d'harmonisation des pratiques comptables mondiales, d'abord souple avec de nombreuses options, puis de plus en plus contraignant avec la réduction de ces options. L'IASC avait une approche simple : il analysait les pratiques existantes et retenait les meilleures comme normes internationales, remplissant ainsi pleinement son rôle d'harmonisateur. Mais l'IASC a changé de nature avec la signature, en 1995, des accords avec l'Iosco (organisme regroupant les Commissions de Bourse) par lesquels il doit développer, au plus tard pour 1999, un package complet de normes permettant aux entreprises de se faire coter à l'étranger sans présenter deux jeux d'états financiers (en fait, permettant aux entreprises non anglo-saxonnes de se faire coter aux Etats-Unis sans appliquer ou sans se rapprocher complètement des normes américaines). Ce nouvel objectif a conduit l'IASC à sortir de son rôle d'harmonisateur pour devenir un innovateur : il ne construit plus seulement ses normes à partir des meilleures pratiques existantes, mais crée des normes novatrices ne correspondant à la pratique actuelle d'aucun pays. Pour ce faire, l'IASC s'est rapproché des organismes normalisateurs des grands pays anglo-saxons dans le cadre du groupe G 4=1 pour mettre en commun les moyens et réfléchir à des normes traitant de problèmes non résolus à ce jour.

Un bilan très positif

Si l'on regarde les progrès accomplis, on constate aujourd'hui que :

● Le premier résultat majeur est que nul ne conteste plus, ouvertement, que l'IASC soit le seul normalisateur comptable international. En effet, les autres organismes internationaux ou multinationaux qui avaient entrepris de jouer un rôle dans la normalisation comptable internationale se sont progressivement retirés (ONU, OCDE) ou collaborent maintenant directement aux travaux de l'IASC (Iosco, Commission européenne, Fédérations d'analystes...).

● L'accord de 1995 qui devrait aboutir à un corps de normes complet en 1998 et à son acceptation par l'Iosco en 1999 devrait faire des normes de l'IASC le langage unique reconnu pour les cotations transfrontières.

● Plusieurs centaines d'entreprises, originaires de pays où les normes ne sont pas reconnues internationalement, présentent leurs comptes consolidés conformément aux normes de l'IASC (en particulier en Europe continentale et en Extrême-Orient).

● Certains pays, en retard dans le développement de leurs propres normes comptables ont (Moyen-Orient, Extrême-Orient) ou vont (Europe de l'Est) adopter en bloc le référentiel de l'IASC comme leur propre référentiel ; d'autres, comme l'Australie, se sont engagés à rendre leur référentiel national conforme aux normes IAS.

● Certains autres pays enfin envisagent de se servir de l'IASC comme référentiel pour leurs sociétés nationales ayant des activités internationales (France, Allemagne) et ce en dérogation de leur propre référentiel.

Ce bilan traduit bien l'importance des efforts accomplis ; néanmoins, l'IASC se trouve aujourd'hui à la croisée des chemins car il est engagé au même moment sur plusieurs fronts, sans avoir nécessairement l'organisation et les moyens d'y faire face. Si l'on exclut la comptabilité publique et la comptabilité des organismes à but non lucratif qui font également partie de son domaine mais ne concernent pas directement les entreprises, l'IASC se trouve impliqué dans le développement d'un référentiel :

− susceptible d'être adopté comme référentiel national par les pays en voie de développement ou par d'autres pays qui connaissent de profondes mutations économiques et ne disposent pas d'un référentiel reconnu ;

− destiné aux entreprises en général (et pas seulement aux grandes multinationales cotées qui souhaitent utiliser un référentiel connu internationalement pour la préparation de leurs états financiers ;

− qui doit servir à toutes les entreprises souhaitant obtenir une cotation de leurs titres ou faire appel public à l'épargne à l'étranger (accord Iosco).

Dans le même temps, l'IASC se trouve impliqué dans un travail collectif d'innovation pour développer, conjointement avec les normalisateurs comptables les plus avancés, des normes novatrices sur des sujets non encore résolus.

Tous ces travaux sont menés avec l'hypothèse implicite qu'ils concernent un référentiel international unique et, en fait, tout se passe comme s'il y avait un seul référentiel en cours de développement pour ces différents objectifs. Cette approche est à la base d'une partie des difficultés actuelles de l'IASC et, à terme, peut l'amener à un échec si des actions correctrices ne sont pas décidées rapidement.

Pour chacun des objectifs précités, on constate en effet des insuffisances ou certaines évolutions qui peuvent remettre en cause l'objectif visé.

● **Développement de normes novatrices avec les grands normalisateurs**

Ce travail de coordination des recherches des grands normalisateurs nationaux sur des problèmes qui n'ont pas encore trouvé de solution satisfaisante est un des éléments essentiels du rôle de l'IASC dans le développement des normes futures ; il ne doit cependant pas nécessairement aboutir à l'introduction systématique de ces réflexions à plus long terme dans des normes d'application quasi immédiate. En effet :

− le travail en commun n'aboutit pas nécessairement à des solutions communes. Ainsi le travail commun réalisé avec le FASB sur l'information sectorielle n'a pas abouti à des normes convergentes faute d'une approche commune de l'information financière ;

− la « reculade » que l'IASC a dû effectuer sur son *discussion paper* sur les instruments financiers en est une autre illustration : les marchés financiers, clé de voûte du nouveau modèle comptable que veut introduire l'IASC, n'ont pas le même degré de développement partout dans le monde, et la mise en œuvre rapide de la norme telle qu'elle était prévue aurait été impossible dans de nombreux pays faute de marchés organisés et liquides ;

− les concepts qui sont utilisés dans l'étude de ces normes nouvelles, comme la mise systématique à la valeur de marché des actifs et des passifs, ne font pas partie intégrante du cadre conceptuel (qui prévoit le maintien de divers modèles) et n'ont pas fait l'objet d'une discussion ouverte, en particulier en ce qui concerne leur impact sur la mesure de la performance. Toute finalisation de norme sans accord formel sur ces concepts de base serait, à terme, vouée à l'échec.

Ces travaux de recherche doivent être poursuivis mais dans le cadre d'une réflexion plus ouverte et plus complète sur le cadre conceptuel et en prévoyant des degrés dans leur mise en œuvre selon le type d'entreprise et les régions du monde concernées.

● **Développement du « package Iosco »**

La pression énorme que s'est imposée l'IASC avec l'objectif d'aboutir à un *package* complet en 1998 affecte le processus d'élaboration des normes et risque de nuire à leur qualité : nombreuses normes à réaliser dans des délais très courts, groupes de travail menant en parallèle des projets séparés sans pouvoir se coordonner. Un décalage d'une année serait beaucoup moins dommageable que des normes de moindre qualité ou n'ayant pas fait l'objet d'un consensus.

Le *package* minimum n'est pas encore complet et les normes qui restent en discussion sont parmi les plus délicates (provisions, immobilisations incorporelles, dépréciation des actifs, instruments financiers...).

De plus, le *package* prévu, même s'il peut être acceptable par l'Iosco, ne pourra être considéré comme un référentiel complet tant qu'il ne traitera pas des spécificités sectorielles (banques et assurances bien sûr, mais aussi entreprises pétrolières et minières...). Enfin, les entreprises ont besoin d'être rassurées sur la position de la SEC pour les cotations aux Etats-Unis. Or celle-ci laisse planer des doutes sur sa décision ; en particulier, elle a fait savoir à plusieurs reprises que les normes de l'IASC actuelles manquaient d'interprétations, ce qui a conduit à la création du comité SIC, responsable de la préparation de telles interprétations. Le risque est qu'en l'absence d'interprétations officielles, la SEC prenne des positions différentes de celles retenues par les entreprises.

Enfin, sur des aspects très importants (*pooling of interest*, dépréciation des actifs...), l'IASC a ou va retenir des normes beaucoup plus strictes que les normes du FASB risquant de mettre ainsi les entreprises qui ont opté pour l'IASC dans une situation concurrentielle défavorable par rapport à celles qui appliquent les US GAAP. Ce point est primordial car il peut pousser des entreprises qui envisageaient d'adopter l'IAS à ne pas le faire : ainsi l'IAS ne prévoit pas, comme la norme

Dominique Thouvenin

Dominique Thouvenin est associé d'Ernst & Young Audit, responsable de la doctrine comptable. Il est également membre du Conseil national de la comptabilité.

SFAS 121, un premier calcul non actualisé des cash-flows futurs pour déterminer si une provision pour dépréciation est requise mais impose directement un calcul actualisé, ce qui peut entraîner des différences très significatives au niveau du résultat.

● **Développement d'un référentiel pour les autres entreprises**

La priorité absolue donnée actuellement au « package Iosco » amène de nombreux observateurs à penser que les normes récentes ne sont plus adaptées à une grande partie des entreprises visées par l'IASC, les petites entreprises et les entreprises des pays en voie de développement ou en cours de mutation vers l'économie de marché.

Le problème se pose en particulier pour de nombreuses entreprises qui ne font pas partie d'un groupe, ne présentent donc pas de comptes consolidés et ne peuvent ainsi bénéficier d'une certaine autonomie par rapport à leur réglementation nationale. Dans de nombreux pays, en particulier en Europe continentale, les comptes sociaux servent d'abord à déterminer l'impôt et les dividendes et sont donc soumis à un cadre juridique et fiscal rigoureux. Plusieurs normes de l'IASC sont incompatibles avec ce cadre ou pénaliseraient trop sur le plan fiscal les entreprises concernées ; ainsi, celles-ci, souvent exportatrices ou importatrices et ressentant le besoin d'avoir des états financiers reconnus internationalement, n'ont en fait pas accès au référentiel de l'IASC.

De plus, les normes de l'IASC, qui visent à satisfaire les besoins des marchés financiers internationaux, imposeraient des contraintes beaucoup trop lourdes, en termes de retraitements comptables ou d'informations à donner, aux entreprises des pays en voie de développement qui envisageraient de l'adopter comme référentiel national.

Le Board, conscient de ce problème, a prévu que, lorsque le « package Iosco » serait terminé, il envisagerait de revoir l'ensemble des normes pour éventuellement prévoir les adaptations nécessaires pour les petites entreprises ou les pays moins avancés en matière de marchés financiers. Mais, pour les raisons évoquées ci-dessus, ce travail ne pourra être entrepris avant plusieurs années, privant, en attendant, toutes ces entreprises du référentiel IAS. Le fait d'avoir commencé à innover n'aurait pas dû empêcher l'IASC de continuer à harmoniser des normes simples et de base pour la grande majorité des entreprises qui n'est pas encore prête pour les opérations financières transfrontières.

Un comité stratégique

Le Board a constitué un comité stratégique pour réfléchir à l'ensemble de ces problèmes et proposer des solutions tant en ce qui concerne le programme de travail que l'organisation et le mode de fonctionnement. Le premier projet de rapport de ce groupe semble vouloir accélérer encore plus l'évolution évoquée :

− il veut faire passer l'IASC du statut d'harmonisateur et de développeur du langage comptable international à celui de normalisateur universel, c'est-à-dire que les normes développées en commun dans ce cadre devraient servir directement de base à toutes les normes nationales. Cette évolution, si elle semble conceptuellement idéale, ne correspond pas à la réalité du monde des entreprises d'aujourd'hui. De plus, les grands normalisateurs nationaux, Etats-Unis et Royaume-Uni, qui seraient les piliers renforcés de ce nouveau système, ne se sont, jusqu'à présent, jamais engagés à appliquer les normes IAS dans leur propre référentiel ; et les exemples sont nombreux de cas où ils ne l'ont pas fait (par exemple, consolidation proportionnelle ou information sectorielle aux Etats-Unis) ;

− pour atteindre cet objectif, le comité stratégique envisage de transférer le pouvoir qui appartient aujourd'hui aux préparateurs, vérificateurs et utilisateurs des états financiers, vers les normalisateurs comptables des grands pays, ce qui risque d'en accentuer le caractérise élitiste et de faire perdre une partie de sa légitimité à l'IASC, au moins en ce qui concerne les entreprises qui ne sont pas de grandes multinationales.

Il semble donc important que le comité stratégique réexamine ses conclusions préliminaires et réoriente en conséquence l'évolution future. L'IASC a accompli un travail considérable et a obtenu de grands résultats ; il ne faudrait pas que l'accélération trop rapide du processus et la continuation de certaines évolutions récentes puissent remettre en cause ses chances de succès final, en particulier auprès de ses « vrais clients potentiels », les entreprises d'Europe continentale, d'Extrême-Orient ainsi que les entreprises des pays émergents. Une remise à plat s'impose d'urgence. ●

Résumé

Pour faire face aux disparités existant entre les normes et les pratiques comptables nationales, l'IASC a été créé, en 1973, pour contribuer à l'amélioration et l'harmonisation des états financiers essentiellement en publiant des normes comptables internationales. Successivement harmonisateur puis innovateur, l'IASC affiche un bilan largement positif quant à la réalisation de ses travaux et leur utilisation dans le monde entier. Néanmoins, l'IASC se trouve aujourd'hui à la croisée des chemins compte tenu de ses moyens limités par rapport à la diversité des objectifs fixés : recherche sur des thèmes nouveaux, développement d'un package de normes pour les opérations transfrontières, développement d'un référentiel pour les petites entreprises... L'IAS a accompli un travail considérable et a obtenu de grands résultats, mais il ne faudrait pas que l'accélération trop rapide du processus et les évolutions récentes puissent remettre en cause les chances de succès final, en particulier auprès des vrais utilisateurs potentiels de l'IASC, les entreprises d'Europe continentale et d'Extrême-Orient.

Actualisation des cash-flows : quel critère ?

Le meilleur critère comptable de prévision des cash-flows futurs est celui qui exprime de façon crédible les résultats des cycles d'exploitation récurrents.

Patricia O'Brien

Patricia O'Brien est titulaire d'une chaire de comptabilité à la London Business School. Ses recherches portent notamment sur l'analyse financière, le gouvernement d'entreprise, la communication financière et la réglementation du capital.

En analyse financière, les cash-flows futurs sont actualisés car leur valeur dépend de la date de leur encaissement ou décaissement. Dans la plupart des cas, ces cash-flows futurs ne sont pas connus et il faut donc les estimer ou les prévoir.

D'aucuns soutiennent que, pour les besoins de l'analyse financière, seuls les cash-flows doivent être pris en compte. Dans de nombreux cas cependant, les résultats donnent une meilleure base pour la prévision des cash-flows futurs que l'historique des cash-flows lui-même. En effet, les résultats écrêtent les cash-flows d'une manière qui reflète la performance d'exploitation de l'entreprise.

Les cash-flows historiques

Prenons l'exemple d'une société qui peut être considérée comme le sujet idéal d'un exercice de prévision : une entreprise mature, stable et prospère. Ce type d'entreprise dégage une trésorerie suffisante pour renouveller ses investissements tout en rémunérant le capital investi.

Par exemple, Mature SA est une entreprise rentable. Elle ne connaît pas une croissance rapide, mais n'est pas non plus en perte de vitesse. Elle peut aisément assurer le service de sa dette et verse un dividende conséquent (60 % de ses bénéfices).

En observant les ressources et les emplois de la trésorerie de Mature SA, nous constatons que l'exploitation génère un cash-flow de 300, qui suffit à payer les charges financières, les impôts, les dividendes, ainsi qu'à faire face au renouvellement des immobilisations.

La stabilité de la société Mature SA présente la configuration idéale pour se livrer à l'exercice

PATRICIA O'BRIEN

toujours hasardeux qui consiste à extrapoler le futur à partir du passé.

Si Mature SA poursuit ses activités de la même manière, on peut anticiper que ses cash-flows futurs seront à peu près identiques d'une année sur l'autre. Le cash-flow disponible, c'est-à-dire le cash-flow d'exploitation auquel on retranche les charges financières, les impôts et les investissements, ressort à 67 (soit 300 − 57 − 36 − 140). On observera que ce chiffre est strictement équivalent au résultat publié de Mature SA.

Cet exemple, certes théorique, permet néanmoins de tirer une conclusion valable grosso modo pour les entreprises stables et prospères : le résultat après dividende et le cash-flow disponible sont de même ordre de grandeur en montant et sont d'une valeur prédictive équivalente.

Maintenant, prenons l'exemple de la société Croissance SA, une entreprise rentable et en expansion rapide. Les immobilisations doublent quasiment d'un exercice sur l'autre et le besoin en fonds de roulement d'exploitation est multiplié par plus de cinq. Comme de nombreuses entreprises en forte croissance, Croissance SA ne verse pas de dividendes car ses besoins en trésorerie sont trop importants. Que se passe-t-il au niveau du cash-flow disponible, dans cette période d'expansion rapide ?

Sous la pression d'un besoin en fonds de roulement fortement croissant, les cash-flows d'exploitation ne couvrent pas les charges financières et les impôts, de telle sorte que le cash-flow disponible est négatif : − 617, (soit 30 − 79 − 28 − 540). La société doit trouver le financement nécessaire à son développement et dans ce cas elle le fait par le recours à l'emprunt. Si la société choisissait de procéder à une augmentation de capital plutôt que d'emprunter, cela ne changerait rien fondamentalement.

Dans la situation de Croissance SA, on ne doit pas s'attendre à ce que le futur ressemble au passé, même si la société poursuit la même activité. En effet, le développement rapide de Croissance SA ne peut pas se poursuivre indéfiniment : une société dont la taille triplerait tous les ans en viendrait logiquement à dominer l'économie mondiale en quelques dizaines d'années !

Il existe bien évidemment des freins à la croissance, qui sont notamment la concurrence et la saturation du marché. Les cash-flows eux-mêmes montrent pourquoi un tel rythme de croissance ne peut pas se maintenir : la société ne peut pas assurer sa pérennité avec des cash-flows d'exploitation qui ne couvrent pas ses charges financières et ses impôts. Par conséquent, le cash-flow disponible de la société Croissance SA ne constitue manifestement pas un bon indicateur de ses cash-flows futurs.

Si nous devions utiliser le cash-flow disponible de Croissance SA dans un calcul de valeur actualisée, nous aboutirions à une valeur d'entreprise négative. Le problème du critère du cash-flow est en fait le suivant : les investissements en immobilisation et en besoin de fonds de roulement d'aujourd'hui drainent la trésorerie mais sont normalement générateurs des cash-flows d'exploitation exédentaires de demain. L'utilisation du résultat donne une photo différente. Dans le cas de Croissance SA, le résultat après amortissements, charges financières et impôts, est positif. Le résultat serait-il alors dans ce cas un meilleur indicateur des cash-flows futurs ?

Maturité SA — Figure 1

Maturité	1re année	2e année
Bilans		
Disponibilités	50	77
Autres actifs circulants	250	250
Immobilisations (nettes)	700	700
Total de l'actif	**1.000**	**1.027**
Passif circulant	125	125
Emprunts	575	575
Capital versé	50	50
Bénéfices non-distribués	250	277
Total du passif et des capitaux propres	**1.000**	**1.027**

Compte de résultats	
Bilans	
Chiffre d'affaires	1.000
Coût des marchandises vendues	– 700
Dotation aux amortissements	– 140
Résultat avant frais financiers et impôts	**160**
Frais financiers	– 58
Impôts	– 36
Résultat net	**66**
Dividendes	– 40
Bénéfices de l'exercice non distribués	**26**

Tableau des flux de trésorerie	
Opérations d'exploitation	
Résultat avant frais financiers et impôts	160
Rajouter : amortissements	140
Retrancher : évolution du fonds de roulement hors trésorerie	0
Charges financières	
Frais financiers	– 58
Dividendes	– 40
Impôts	**36**
Opérations d'investissement	
Acquisitions/cessions nettes	140
Opérations de financement	
Emprunts nets	0
Augmentation nette de capital	0
Evolution de la trésorerie	**26**
Cash-flow disponible*	66

** Evolution du cash-flow plus dividendes, emprunts nets et augmentation nette de capital.*

Croissance SA — Figure 2

Croissance	1re année	2e année
Bilans		
Disponibilités	50	47
Autres actifs circulants	100	500
Immobilisations (nettes)	500	900
Total de l'actif	**650**	**1.447**
Passif circulant	65	195
Emprunts	485	1.100
Capital versé	50	50
Bénéfices non-distribués	50	102
Total du passif et des capitaux propres	**650**	**1.447**

Compte de résultats	
Bilans	
Chiffre d'affaires	1.000
Coût des marchandises vendues	– 700
Dotation aux amortissements	– 140
Résultat avant frais financiers et impôts	**160**
Frais financiers	– 79
Impôts	– 28
Résultat net	**52**
Dividendes	0
Bénéfices de l'exercice non distribués	**52**

Tableau des flux de trésorerie	
Opérations d'exploitation	
Résultat avant frais financiers et impôts	160
Rajouter : amortissements	140
Retrancher : évolution du fonds de roulement hors trésorerie	– 270
Charges financières	
Frais financiers	79
Dividendes	0
Impôts	**– 28**
Opérations d'investissement	
Acquisitions/cessions nettes	– 540
Opérations de financement	
Emprunts nets	615
Augmentation nette de capital	0
Evolution de la trésorerie	**– 2**
Cash-flow disponible*	– 617

** Evolution du cash-flow plus dividendes, emprunts nets et augmentation nette de capital.*

Déclin SA — Figure 3

Déclin	1re année	2e année
Bilans		
Disponibilités	25	98
Autres actifs circulants	375	125
Immobilisations (nettes)	800	600
Total de l'actif	**1.200**	**823**
Passif circulant	200	65
Emprunts	600	350
Capital versé	50	50
Bénéfices non-distribués	350	358
Total du passif et des capitaux propres	**1.200**	**823**

Compte de résultats	
Bilans	
Chiffre d'affaires	900
Coût des marchandises vendues	– 700
Dotation aux amortissements	– 140
Résultat avant frais financiers et impôts	**60**
Frais financiers	– 48
Impôts	– 4
Résultat net	**8**
Dividendes	0
Bénéfices de l'exercice non distribués	**8**

Tableau des flux de trésorerie	
Opérations d'exploitation	
Résultat avant frais financiers et impôts	60
Rajouter : amortissements	140
Retrancher : évolution du fonds de roulement hors trésorerie	115
Charges financières	
Frais financiers	– 48
Dividendes	0
Impôts	**– 4**
Opérations d'investissement	
Acquisitions/cessions nettes	60
Opérations de financement	
Emprunts nets	250
Augmentation nette de capital	0
Evolution de la trésorerie	**73**
Cash-flow disponible*	323

** Evolution du cash-flow plus dividendes, emprunts nets et augmentation nette de capital.*

Le résultat et le cash-flow, bien qu'ayant un rapport l'un avec l'autre, mesurent des grandeurs fondamentalement différentes. Le cash-flow est le solde des entrées et des sorties de trésorerie dans une période donnée. Quant au résultat, c'est le solde des entrées et des sorties de trésorerie résultant de cycles d'exploitation achevés. Les cycles d'exploitation de la société sont déterminés par la nature de ses activités.

Les industriels, les sociétés de distribution et les prestataires de services, par exemple, acquièrent des biens et services, les transforment, y incorporent de la valeur, pour ensuite les revendre. Au cours de ce processus, ils reçoivent des paiements de leurs acheteurs et paient leurs propres fournisseurs de biens et services. Conceptuellement, ces entrées et sorties de fonds constituent les jalons du cycle d'exploitation, mais elles peuvent en fait intervenir à tout moment, en fonction des stipulations contractuelles ou des pratiques du secteur.

A titre d'exemple, une société peut très bien percevoir de sa clientèle le prix des biens avant de les lui avoir livrés ou le prix des services avant de les avoir effectués, comme c'est le cas des compagnies aériennes, ou bien au moment de la livraison de la marchandise ou de l'exécution du service, comme cela se pratique couramment dans la distribution, ou même encore ne percevoir le prix qu'après la livraison de marchandise, comme le pratiquent souvent les grossistes. La plupart des entreprises en activité ont, bien entendu, de nombreux cycles d'exploitation simultanément en cours, à des stades divers d'avancement.

Les résultats et les cash-flows apportent deux éclairages différents sur ces cycles : ils les prennent en compte de manières différentes. En effet, le cash-flow mesure les entrées et les sorties de liquidités sur une période donnée, et prend en compte tous les cycles d'exploitation, à quelque stade d'avancement qu'ils se trouvent. Le résultat mesure les entrées et sorties provenant des cycles d'exploitation achevés dans une période, quel que soit le moment où les flux de liquidités sont intervenus.

Sur la base des résultats

Le cycle d'exploitation est la notion clef pour comprendre pourquoi les résultats sont utiles pour la prévision des cash-flows. Une entreprise qui reste dans le même secteur d'activité va perpétuellement recommencer le même cycle d'exploitation. Tant que chaque cycle d'exploitation dégage des flux financiers nets positifs, le renouvellement de ces cycles d'activité doit avoir une valeur positive.

Dans ce cas, les résultats mesurent la performance récurrente de l'entreprise. Revenons à l'exemple de la société Croissance SA : on notera que son résultat est positif, c'est-à-dire que, pour un ensemble de transactions achevées, les encaissements provenant de ses clients suffisent à couvrir les décaissements occasionnés par ces ventes. Ce cash-flow positif est absorbé par le besoin en fonds de roulement et les investissements en immobilisations, qui serviront à assurer et développer les cycles d'exploitation en cours.

Parce que la société est en phase de croissance, les nouveaux investissements sont par définition beaucoup plus importants que les flux entrants de liquidités des cycles d'exploitation achevés. Les résultats, par contre, incluent le coût des marchandises et biens vendus et des amortissements, dont les montants sont davantage en rapport avec le chiffre d'affaires parce qu'ils sont mesurés sur des cycles d'exploitation achevés. Cela donne à penser que lorsque la prévision est difficile, les résultats peuvent être plus utiles que les cash-flows actuels pour mesurer les cash-flows futurs.

Mais cela ne s'applique pas seulement aux entreprises en croissance. Prenons un troisième exemple. Déclin SA est une entreprise qui décline rapidement, en raison peut-être d'un repli constant de la demande. La baisse des marges bénéficiaires est caractéristique de ce genre de situation. Déclin SA demeure tout juste rentable, mais ne verse pas de dividende.

Anticipant une demande future en baisse, l'entreprise réduit la production, ce qui diminue le fonds de roulement.

Il est plus difficile de diminuer rapidement les immobilisations, mais elles baissent également, en premier lieu parce que Déclin SA décide de ne pas renouveller les immobilisations arrivées en fin de vie. Dans ce scénario, les cash-flows d'exploitation sont élevés, car Déclin SA réduit son besoin en fonds de roulement d'exploitation, ce qui libère du cash. Ces cash-flows d'exploitation sont plus que suffisants pour financer les charges financières et les impôts de la société. La société diminue son endettement à l'aide du cash-flow disponible.

Dans cette situation, les cash-flows d'exploitation et les cash-flows disponibles sont importants parce que la société anticipe son déclin en réduisant ses activités. C'est un déclin plus glorieux que nombre de ceux auxquels il nous est donné d'assister, mais qui illustre notre point concernant la prévision des résultats futurs de la société sur la base des cash-flows historiques.

En effet, les cash-flows, dans le cas de Déclin SA, ne proviennent pas d'activités que la société entend poursuivre. En fait, ils résultent pour une large part d'une liquidation progressive d'actifs. Les résultats, au contraire, traduisent la baisse d'activité de l'entreprise et le potentiel limité de flux nets positifs que recèlent les cycles d'exploitation futurs. Comme nous l'avons dit plus haut, il est toujours risqué de prédire l'avenir en se fondant sur le passé.

Les exemples ci-dessus illustrent le fait que, par nature, le résultat est un meilleur indicateur des cash-flows futurs car il est engendré par les cycles d'exploitation et non pas par les flux seuls d'encaissement et de décaissement. Lorsqu'une entreprise n'augmente ni ne réduit ses capacités, les cash-flows et les résultats donnent des indications comparables. Lorsqu'une entreprise voit ses activités croître ou diminuer, le résultat reflète le cycle d'exploitation récurrent de la société, tandis que les cash-flows incluent également, à côté de cette information d'ordre opérationnel, les investissements et les désinvestissements.

Prudence

Il faut malgré tout émettre quelques réserves : les résultats ne sont pas un critère parfait. Il est important de comprendre quels sont les dangers potentiels de leur utilisation pour la prévision des cash-flows futurs. Le premier et le plus évident de ces dangers, c'est qu'une société n'est pas forcément en mesure de reproduire son niveau présent d'activité, en raison, par exemple, d'un changement d'orientation stratégique, ou de la recherche de marchés nouveaux ou différents. Dans ce cas, les flux nets des cycles d'exploitation actuels ne constituent pas un indicateur pertinent des cash-flows futurs.

De même, les cash-flows d'une ancienne activité ne sont guère davantage susceptibles de donner une idée de ceux d'une nouvelle activité. Autre point gênant, et plus sérieux : les données comptables, dans la plupart des grandes puissances économiques, ne sont pas actualisées en fonction de l'évolution des prix.

S'agissant de cycles d'exploitation courts dans des économies à faible inflation, les décalages dans le temps entre encaissements et décaissements n'ont pas de conséquences importantes. Les distorsions que peut introduire l'inflation sont donc mineures,

avec cependant une exception importante : l'amortissement des immobilisations.

Dans les exemples ci-dessus, les immobilisations sont amorties au taux de 20 % par an, soit sur une durée de vie de cinq ans. Par conséquent, la charge d'amortissement portée au compte de résultats est comptabilisée, en moyenne, 2,5 ans avant que le coût actuel de remplacement de l'actif ne soit supporté par la société. Si la hausse des prix est de 3 % par an, le coût de remplacement des immobilisations sera en moyenne supérieur d'environ 8 % au montant porté au compte de résultat. Cette sous-estimation des coûts est d'autant plus importante que l'inflation est élevée et que les durées de vie des immobilisations sont longues.

Le troisième inconvénient, le plus sérieux, est un problème bien connu que l'on a avec les résultats : il y entre une bonne dose d'appréciation et de jugement, par exemple pour déterminer lorsqu'un cycle d'exploitation est terminé afin de mettre en face charges et produits sur la même période. Nous prendrons deux exemples pour illustrer ces points. En premier lieu, imaginons un fabricant qui considère que le cycle d'exploitation est terminé lorsqu'il a expédié le produit au client. C'est un critère pertinent de mesure de performance étant donné que la prestation du fabricant s'achève généralement lorsque le produit fabriqué est envoyé au client. Il reste toutefois un problème : l'expédition du produit au client ne constitue pas toujours l'achèvement du cycle d'exploitation, dans la mesure où certains clients ne vont peut-être pas payer, tandis que d'autres peuvent renvoyer le produit au fabricant.

Les gestionnaires prudents procéderont à une évaluation des coûts dus aux défauts de paiement et aux retours de produits, qu'ils incluront dans leurs prévisions de résultats. Les gestionnaires moins prudents ou moins compétents peuvent, en revanche, ne pas le faire. Pour illustrer la difficulté de mettre en face charges et produits sur la bonne période, imaginons un fabricant qui fait de la publicité pour son produit, dans l'espoir d'en développer la vente. Sa campagne de publicité peut être opérante, mais également, parfois, tomber à plat.

Tel gestionnaire va passer tous les frais de publicité en charges sur l'exercice au cours duquel les frais ont été engagés et les actions publicitaires réalisées en retenant l'hypothèse que ces actions n'auront pas d'effet à plus longue échéance. Tel autre gestionnaire va supposer que les actions publicitaires auront des retombées positives sur plusieurs années, et va donc en répartir le coût sur de nombreuses années de chiffre d'affaires. Il se peut que les deux aient raison, le premier étant cependant généralement considéré comme plus prudent.

La crédibilité des résultats

C'est avec raison que les analystes sont prudents face aux résultats, dans la mesure où leur préparation faisant intervenir une part d'appréciation et de jugement, celle-ci peut introduire une présentation sélective ou biaisée des performances financières. Les dirigeants d'entreprise se sentent souvent obligés de produire des résultats en croissance, parce que les investisseurs l'exigent, ou bien parce que leur propre rémunération en dépend. Cette pression peut, en l'absence de réelle amélioration des performances, les pousser à différer des charges ou anticiper des produits, ce qui aboutit à un résultat publié qui surestime le bénéfice réel dégagé sur les cycles d'exploitation achevés.

Certes, aucune société ne peut indéfiniment surestimer ses résultats, mais les analystes ont le souci de ne pas être induits en erreur, même à court terme. Cette question de crédibilité est d'autant plus sensible que les entreprises qui publient des chiffres en forte croissance, et pour lesquelles les cash-flows actuels sont de piètres indicateurs des cash-flows futurs, sont souvent celles-là mêmes dont les résultats publiés sont les moins crédibles. Les jeunes entreprises dans les secteurs d'activité relativement nouveaux sont celles qui recèlent le plus gros potentiel de croissance, mais également celles qui ont par définition l'historique le plus bref pour juger de leur crédibilité.

Dans ce cas, les analystes se fondent souvent sur d'autres indicateurs, tels l'audace ou la prudence des choix comptables de l'entreprise.

Ce qui nous ramène à notre constatation de départ, car une politique comptable prudente ou conservatrice suit généralement de plus près l'évolution des cash-flows que ne le font les politiques audacieuses.

Dans les deux exemples cités plus haut concernant les coûts publicitaires, le choix comptable le plus prudent est celui qui est le plus proche des cash-flows. Si l'on craint que les ventes conclues ne se traduisent pas par les encaissements correspondants, on fixera alors la fin du cycle d'exploitation au moment où le prix de la marchandise est perçu, plutôt qu'au moment où cette marchandise est expédiée au client.

Si l'on craint que des coûts publicitaires courants n'aient aucun effet bénéfique dans le futur, on peut passer ces frais publicitaires en charges dès qu'ils sont engagés, plutôt que d'en reporter une partie. Les cash-flows sont plus crédibles que les résultats dans la mesure où, par définition, ils ne dépendent pas de critères d'appréciation ou de discernement, mais ils sont, par contre, moins pertinents que les résultats pour juger de la performance récurrente d'une entreprise en matière d'exploitation.

Cela nous ramène au dilemme classique de la comptabilité. Nous souhaiterions disposer d'un instrument de mesure des performances qui soit à la fois pertinent et fiable, mais ni le cash-flow ni le résultat ne nous procurent, chacun séparément, cette pertinence et cette fiabilité. L'écheveau des règles comptables, dans un même pays comme d'un pays à l'autre, atteste de la difficulté − voire de l'impossibilité − à concevoir un système ayant une cohérence interne propre à réaliser cet équilibre entre pertinence et fiabilité.

Le meilleur critère comptable de prévision des cash-flows futurs est celui qui exprime de façon crédible les résultats des cycles d'exploitation récurrents. Les résultats découlent des cycles d'exploitation, mais ils sont déterminés selon des critères impliquant une certaine appréciation et un certain jugement, ce qui diminue d'autant leur crédibilité. Les cash-flows comportent moins de subjectivité, mais ne mesurent pas les résultats des cycles d'exploitation.

Par conséquent, tout utilisateur de données comptables doit être en alerte face aux dangers qu'ils présentent, et être suffisamment informé pour faire lui-même sa propre pondération. La pratique actuelle en analyse financière consiste à prendre le résultat publié comme point de départ pour la prévision des cash-flows, puisque les résultats prennent en compte des cycles d'exploitation achevés. L'analyste doit cependant, dans chaque cas, apprécier le degré de crédibilité et, s'il est plutôt faible, procéder aux ajustements qui s'imposent. ●

Résumé

Quel critère − cash-flows ou résultats − donne la meilleure mesure des flux financiers futurs ? On dit souvent que seuls les cash-flows historiques importent pour déterminer la valeur actualisée, mais les résultats peuvent, dans certains cas, constituer un meilleur indicateur. La situation est différente pour les entreprises matures et les entreprises en croissance : les cash-flows prennent en compte les inflows (entrées) et les outflows (sorties de trésorerie) au cours d'une période donnée, quel que soit son cycle d'exploitation ou de production, que ses opérations soient achevées ou en cours, tandis que les résultats prennent en compte les inflows et les outflows des opérations achevées de l'entreprise pendant une période donnée, sans tenir compte du moment où interviennent les flux de cash correspondant. Les cash-flows sont plus crédibles que l'évaluation des résultats, qui implique une part d'appréciation. Mais ce sont des instruments d'analyse moins pertinents que les résultats lorsqu'il s'agit de mesurer les performances d'exploitation récurrentes de l'entreprise. On touche ici au dilemme bien connu de l'analyse financière: ni les cash-flows ni les résultats ne constituent à eux seuls un critère à la fois objectif et fiable.

Le choix d'une structure financière

La finance ne crée pas de valeur, mais elle peut éviter d'en détruire, ou de manquer des occasions d'en créer. De ce fait, elle a un impact sur la valeur créée.

Antoine Hyafil

Antoine Hyafil est professeur de finance au Groupe HEC et ancien doyen de la faculté. Il a commencé sa carrière dans la banque avant d'embrasser une carrière académique. Ses travaux concernent la « corporate finance » et la « corporate governance ».

ANTOINE HYAFIL

La réflexion sur le choix d'une structure financière se réduit souvent en France à une simple mise en balance des avantages et inconvénients supposés, engendrés par le levier financier. Ces avantages ou inconvénients procéderaient de la relation arithmétique qui unit la rentabilité des capitaux propres ou « return on equity » **(ROE)** à celle des capitaux engagés **(RCE)**, à travers le coût après impôts de la dette et le rapport dette sur capitaux propres **(D/K)** ou « levier financier ».

ROE = RCE + (RCE − i). D/K.

Plus l'endettement est élevé, plus l'effet démultiplicateur est important, et ce pour le meilleur ou pour le pire, selon que la RCE est supérieure ou inférieure au coût de la dette **(i)**.

Les conséquences que l'on tire habituellement de cet effet mécanique sont les suivantes :

− les industries dont la RCE est stable, et supérieure au coût de la dette, auraient intérêt à recourir fortement à l'endettement, de façon à augmenter la rentabilité dégagée sur l'apport des actionnaires, alors qu'au contraire les industries cycliques ou celles dont les actifs en place ont une rentabilité incertaine doivent viser un endettement faible, voire négatif, pour tenir compte de ce que l'effet de levier, lorsque la RCE devient inférieure au coût de la dette, peut se transformer en effet « massue »;

− le recours à l'endettement serait judicieux, dans la mesure où il engendrerait une augmentation de la rentabilité des capitaux propres, et donc du bénéfice par action **(BPA)**, en raison des répercussions positives de cette augmentation sur le cours boursier.

Le premier précepte n'est pas sans pertinence : encore faut-il vérifier que cette pertinence procède bien des arguments invoqués. Le second repose en fait exclusivement sur un argument fiscal, et ne vaut que ce que vaut l'avantage fiscal supposé.

● Hausse du BPA et augmentation de la valeur de l'action

En absence d'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts, une augmentation du BPA ne peut avoir d'impact sur le cours boursier que si elle est imprévue (sinon elle est déjà incorporée dans ce cours), et si elle provient d'une augmentation de la RCE. Une augmentation liée à une plus grande utilisation de l'effet de levier de la dette a certes un impact sur la rentabilité dégagée sur les capitaux propres, mais également sur la volatilité de cette rentabilité, et par conséquent sur la rentabilité exigée par les actionnaires. La contribution de Franco Modigliani et Merton Miller, à l'orée des années 60, a permis de montrer que, un phénomène

compensant l'autre, la valeur des actions ne pouvait en être affectée.

La déductibilité des frais financiers de l'assiette de l'impôt sur les sociétés peut être considérée comme une subvention accordée par l'Etat aux sociétés qui s'endettent : cette subvention est proportionnelle au montant de la dette. L'avantage fiscal est cependant presque entièrement compensé, dans un pays comme la France, par le fait que, à travers l'avoir fiscal, l'Etat restitue aux actionnaires, immédiatement ou de façon différée, l'essentiel de l'impôt payé par l'entreprise : cette restitution est d'autant plus grande que l'impôt payé est plus important, et donc que l'entreprise est moins endettée. Parce que l'impôt sur les sociétés est aujourd'hui un peu supérieur à l'avoir fiscal susceptible d'être restitué si le résultat était intégralement distribué, les sociétés qui augmentent leur endettement bénéficient d'une très légère subvention supplémentaire, susceptible de se répercuter positivement sur le cours boursier. Des mécanismes de même nature existent dans la plupart des pays européens : contrairement à ce qu'indiquent les manuels américains, la recherche d'un avantage fiscal n'est donc plus, aujourd'hui, en Europe, une motivation essentielle de l'accroissement du recours à l'endettement.

● L'adaptation du niveau d'endettement à la qualité de la RCE

Pour un niveau d'endettement donné, plus le cycle économique affecte le niveau de la RCE, plus la rentabilité exigée par les bailleurs de fonds est élevée. Il n'y a pas de raison, a priori, pour qu'un niveau d'endettement élevé ne puisse s'accommoder d'une RCE courante inférieure au coût de la dette, si la perspective de voir exercées les options « réelles » détenues par l'entreprise laisse présager, en compensation, des RCE futures importantes.

Le précepte selon lequel la stratégie financière doit être audacieuse lorsque la rentabilité des actifs est stable et plus prudente lorsque cette rentabilité est volatile ou incertaine est cependant valable. Mais il ne constitue pas, comme on l'affirme parfois, une conséquence mécanique de l'effet de levier de la dette. Il repose sur la prise en compte de divers phénomènes, dont les principaux sont détaillés ci-dessous :

− le marché financier est caractérisé par une certaine « myopie » : de ce fait, il ne tient pas assez compte des surplus à venir, lorsque l'on se trouve à un point bas, de même que des insuffisances, lorsque l'on se trouve à un point haut. La myopie des marchés a été l'une des « tartes à la crème » de la littérature financière il y a une dizaine d'années. Il est difficile de ne pas la prendre en compte, mais il ne faut pas non plus en exagérer l'importance. Les intervenants les plus importants sur les marchés financiers ont aujourd'hui un horizon à long terme, déterminé par la nécessité d'assurer des retraites à leurs ayants droit, et privilégient des stratégies « patientes », par rapport à des allers et retours sur les titres détenus en portefeuille : on peut imaginer que ces caractéristiques contribuent à atténuer le degré de myopie du marché. Paradoxalement, les systèmes d'intermédiation financière, souvent loués pour leur capacité à faciliter des stratégies de long terme, ont de nos jours été sensibilisés au risque de « presbytie », et sont de ce fait beaucoup plus susceptibles de sur-réagir à des résultats conjoncturellement insuffisants ;

− il existe des coûts associés à la faillite − le recours accru à l'endettement augmente la probabilité que l'entreprise, lors d'un creux du cycle, soit incapable de faire face à ses engagements. Une telle incapacité n'est pas grave en soi : si chacun est capable de discerner les lendemains qui chantent derrière le creux conjoncturel, il n'existera aucune incitation à liquider. Quand bien même la liquidation interviendrait, elle ne modifierait pas la valeur de l'entreprise : tout acquéreur devrait être prêt à payer la valeur des surcroîts de rentabilité futurs. Bien entendu, dans la pratique, les liquidations existent, et elles engendrent des coûts qui détruisent de la valeur. Ce sont ces coûts qui justifient la prudence que doivent manifester les entreprises dont les revenus sont cycliques vis-à-vis du recours à l'endettement : à cet égard, on peut remarquer que le droit américain de la faillite, qui favorise un redressement de l'entreprise, les dirigeants restant aux commandes, incite plus à l'endettement que le système français, qui limite la marge de manœuvre des dirigeants dans le cadre d'un plan de redressement, et que le système britannique, qui incite à la liquidation ;

− le niveau de l'endettement courant affecte le prix d'exercice des options sur les projets futurs, et donc la valeur de ces options. Lorsque l'entreprise est à court de liquidités, il est très difficile de convaincre les actionnaires de « remettre de l'argent au pot », même pour entreprendre des projets rentables, si le principal effet de leur effort est de restaurer la qualité de la dette : il faudrait pour arracher leur conviction que le projet reste rentable après prise en compte d'un transfert de valeur au profit des prêteurs existants. Ce transfert de valeur s'analyse comme un renchérissement du prix d'exercice des options réelles détenues par l'entreprise. Quant aux prêteurs, ils ont objectivement intérêt à financer un projet qui accroîtrait la valeur totale des actifs financés : cependant, s'ils sont déjà très exposés, ils se laisseront d'autant plus difficilement convaincre d'accroître leurs engagements que leur dispersion éventuelle créera entre eux des conflits d'intérêt potentiels. Dans ces conditions, une entreprise limitera d'autant plus son recours à la dette que les projets auxquels elle pense avoir accès dans le futur constituent, dès aujourd'hui, un élément essentiel de la valeur que lui reconnaissent les marchés financiers.

Myopie du marché ou des intermédiaires financiers, coûts associés à la faillite ou à l'illiquidité : autant de raisons pour une entreprise dont les revenus ont un caractère cyclique, ou dont la valeur dépend d'un accès privilégié à des opportunités d'investissement futures, de ne recourir à l'endettement qu'à dose très modérée. Une entreprise dont les revenus sont plus stables et les perspectives moins prometteuses n'est pas exposée à de tels dangers, et peut donc se permettre un niveau d'endettement plus élevé. Mais qu'y gagne-t-elle ?

L'effet de levier de la dette confère un avantage fiscal, relativement significatif aux Etats-Unis, beaucoup plus modeste en Europe. Le recours à l'endettement correspond en partie au désir de s'assurer cet avantage. Dans beaucoup de cas, cependant, ce recours constitue surtout une façon, pour des actionnaires dispersés, de limiter la marge de manœuvre des dirigeants, en évitant que les revenus dégagés soient utilisés pour entreprendre des investissements dont la rentabilité serait imaginaire. En sens inverse, mais pour les mêmes raisons, il permet aux dirigeants, au même titre qu'une augmentation durable des dividendes distribués, de communiquer au marché leur confiance dans la stabilité, à un haut niveau, des revenus dégagés. Dans un cas, à travers un effet que les Anglo-Saxons n'hésitent pas à qualifier de « disciplinaire » (en France, le mot en fait tiquer plus d'un !), le recours à un niveau élevé d'endettement élimine des opportunités de détruire de la valeur. Dans le second cas, à travers une discipline que les dirigeants s'imposent librement, il crédibilise des perspectives florissantes, et facilite donc l'appréciation du cours boursier.

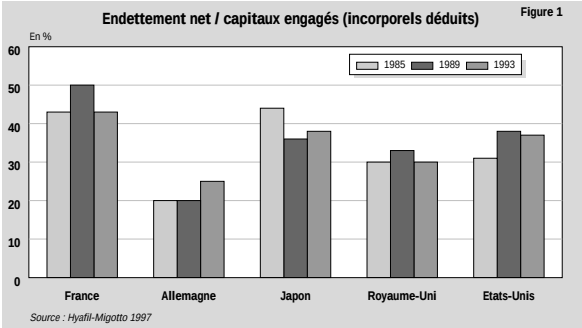
● Le rôle de l'environnement institutionnel

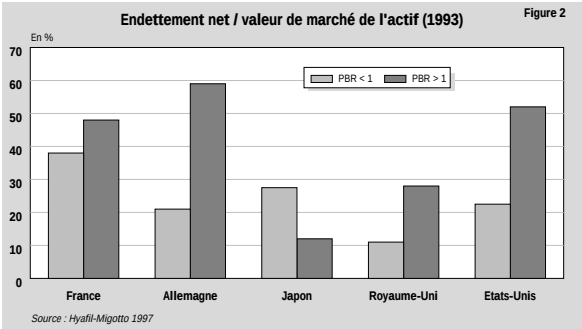
Le choix d'un levier financier n'a pas d'effet mécanique sur la création de valeur : en dehors d'un éventuel impact de la fiscalité sur le coût de la dette, les raisons qui amènent à privilégier telle structure financière plutôt qu'une autre sont toutes liées à l'impact, immédiat ou différé, de ce choix sur la rentabilité, réelle ou perçue, *des capitaux engagés*. Bien entendu, lorsque la RCE est modifiée, l'effet de levier joue un rôle de courroie de transmission, et la rentabilité des capitaux propres s'en trouve *ipso facto* affectée.

Les facteurs qui pèsent sur le choix d'une stratégie financière sont donc ceux qui affectent la RCE. Ils dépendent des opportunités stratégiques que l'entreprise a la capacité d'exploiter, mais aussi de l'environnement auquel elle est confrontée : le système fiscal, le système de résolution des difficultés financières des entreprises, le système de collecte de l'épargne, voire l'organisation du système de retraite. D'un pays à l'autre, ces systèmes ont connu des évolutions très différentes au cours du temps : si les mêmes facteurs sont à l'œuvre dans chaque pays, la nature de l'environnement dans lequel fonctionnent les entreprises a un impact sur les choix effectués, et donc sur les structures de financement. Il ne faut cependant pas exagérer l'impact de ces différences. On oppose fréquemment l'Europe et le Japon, où prévaut l'intermédiation, aux pays anglo-saxons, où domine le marché. Mais la globalisation financière a sans doute contribué à un mouvement de convergence entre les structures financières qui prévalent, au niveau consolidé, dans des pays aussi différents que le Japon et les Etats-Unis, alors que la persistance de différences significatives dans les systèmes de faillite contribue sans doute à ce que les entreprises britanniques se montrent un peu plus prudentes que leurs homologues américaines. Le tableau 1, calculé après divers retraitements comptables destinés à faciliter les comparaisons internationales (mais l'Allemagne, avec une comptabilisation des fonds de pension à l'actif du bilan, apparaît toujours comme un cas à part), semble indiquer que les moyennes nationales correspondent à un niveau d'endettement net compris entre 30 % et 40 % des capitaux engagés. Mais cette relative homogénéité est moins frappante que la discrimination exercée par la qualité de la RCE. Le tableau 2 fournit une illustration, parmi d'autres, de cette prédominance des caractéristiques propres à l'entreprise sur les facteurs environnementaux : dans tous les pays étudiés, les entreprises dont la valeur repose sur la prise en compte de leurs opportunités de croissance (« Price Book Ratio » supérieur à 1) supportent, conformément à la prédiction à laquelle conduit notre analyse, un niveau d'endettement beaucoup moins élevé que celles qui n'ont pas accès à de telles opportunités. ●

Résumé

La finance crée-t-elle de la valeur ? Cela dépend, dit-on souvent en France, de la capacité qu'a l'entreprise d'utiliser judicieusement l'effet de levier de la dette. L'article ci-dessus prend le contrepied de cette argumentation. La finance ne crée pas de valeur, mais elle peut éviter d'en détruire, ou de rater des occasions d'en créer ; et lorsqu'elle contribue à ce que, de ce fait, la valeur de l'entreprise soit la plus élevée possible, c'est à travers un impact sur la richesse créée, et non à cause de la façon dont elle redistribuerait une richesse inchangée entre les fournisseurs de capitaux. Les structures financières adoptées tiennent compte de cet impact sur la richesse créée, qui peut varier avec les caractéristiques de l'environnement des entreprises, dans les grands pays industrialisés.





L'Art de la Finance

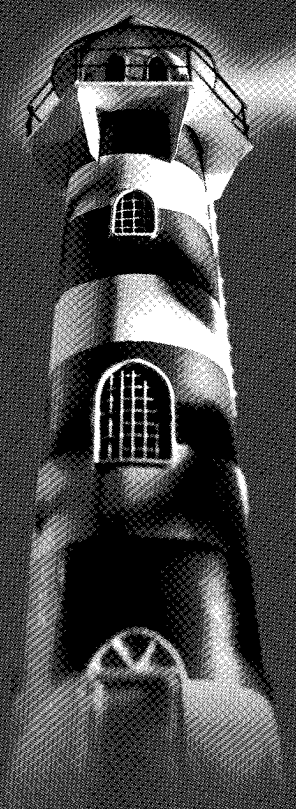
Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de la Finance (12 numéros par collection), merci de remplir le coupon ci-dessous, ou sa photocopie, et de le retourner, **accompagné impérativement de votre règlement par chèque à l'ordre des Echos, à l'adresse suivante** :

Les Echos - Service Abonnements, B 500, 60732 Sainte-Geneviève Cedex

Les numéros déjà parus vous seront envoyés à réception de votre **commande réglée.**
Ensuite vous recevrez vos numéros **chaque semaine**, et ce jusqu'au numéro 12.
Nombre total de collections demandées : ..... x 120 F TTC, soit .....
Je désire une facture acquittée ❒
NOM : ..... Prénom : .....
Adresse d'expédition : .....
.....
.....
Code postal : ..... Ville : .....
Téléphone : .....

- ATTENTION Date limite de commande : 26 juin 1998 -

Carte Corporate American Express



Vous cherchez à y voir plus clair dans le contrôle de vos dépenses ?

" Compte tenu de la croissance extrêmement rapide de notre activité, nous avions de plus en plus de difficultés à contrôler nos dépenses. Nous avons alors contacté American Express Corporate Services pour leur demander conseil quant à la mise en place d'un système de cartes de paiement d'entreprise. A l'époque, nous n'avions pas la moindre idée de leur gamme d'outils de gestion des frais professionnels. "

" Nos collaborateurs utilisent la Carte Corporate American Express pour régler tous leurs frais professionnels. Cela nous a permis de supprimer totalement les procédures de soumission de notes de frais et de remboursement, d'avoir accès à une information à la fois complète et détaillée, et de disposer d'outils de contrôle de nos dépenses*. "

Pour découvrir comment nos produits et services vous permettent d'exercer un meilleur contrôle de vos dépenses, vous avez la clé :

appelez dès aujourd'hui le 01 47 77 78 74.

Témoignages recueillis auprès de clients American Express Corporate Services

McCann Communications - American Express Carte - Figaro

Maîtriser ses frais professionnels pour les réduire.