



Crises financières : rôle de l'information et mimétisme légal

Aldo Levy, Larry Bensimhon

► To cite this version:

Aldo Levy, Larry Bensimhon. Crises financières : rôle de l'information et mimétisme légal. *Gestion* 2000, 2009, 6, pp.65-78. halshs-00593988

HAL Id: halshs-00593988

<https://shs.hal.science/halshs-00593988>

Submitted on 18 May 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Crises financières : rôle de l'information et mimétisme légal

Bensimhon Larry
Maître de Conférences
Cnam, Greg-CRC¹
Larry.bensimhon@cnam.fr

Aldo Lévy
Professeur des Universités
Cnam, Greg-CRC
Levy@cnam.fr

Résumé

Plusieurs phénomènes sont à l'origine des crises boursières et l'aspect mimétique des comportements des investisseurs prévaudrait sur l'analyse fondamentale des valeurs.

En ce sens, l'interprétation de l'information semble jouer un rôle central lors de ces événements particuliers.

Une des nouveautés de la crise actuelle est liée à un alignement législatif mondial des comptabilités financières.

Les normes IAS-IFRS auraient eu des effets procycliques engendrés par un « mimétisme légal ».

L'évaluation à la Juste Valeur et la valorisation des instruments financiers, ont paru être les principales courroies de transmission de la crise.

Mots clés : Crises boursières, mimétisme informationnel et légal, normes IAS-IFRS.

Abstract

Several phenomena are at the origin of the stock exchange crises and the mimetic aspect of the behaviours of the investors would prevail on the fundamental analysis of the values.

In this direction, the interpretation of information seems to play a central role in these particular events. One of the innovations of the current crisis is related to a world legislative alignment of financial accountancies. Standards IAS-IFRS would have had procyclic effects generated by a "legal herd behaved".

Fair Value [Chatelain and Levy 2007] and the pricing of the financial instruments, appeared to be one of the principal sources of the crisis.

Key words : Stock exchange crises, informational and legal herd behaved, standards IAS-IFRS.

¹ Groupe de Recherche en Économie et Gestion, Centre de Recherche en Comptabilité

Introduction

Plusieurs phénomènes sont à l'origine des crises mais le mimétisme des investisseurs prévaudrait désormais sur l'analyse fondamentale. La dynamique des crises serait-elle alors d'essence comportementale ?² Les travaux de D. Khaneman³ ont donné naissance à la finance comportementale [Bensoussan D. 2008] qui est un des deux axes de réflexion de cet article, pour essayer d'expliquer cette crise financière dans laquelle le monde s'embourbe⁴. En effet, la finance traditionnelle est devenue insuffisante pour expliquer les crises successives. D'une part, les différentes explications apportées à ces phénomènes sont insuffisantes. Par exemple, celles de 1987 ne sont pas satisfaisantes dès lors qu'elles ignorent l'aspect interprétatif des données, informations, renseignements ou rumeurs, qui est axial lors de ce type d'évènement. D'autre part, la rationalité est une hypothèse largement remise en cause, ne pouvant expliquer pourquoi les bulles apparaissent et encore moins ce qui conduit à leur éclatement et au krach. C'est ce que nous montrons dans une première partie en s'inspirant largement des travaux de Shiller.

Le second axe de réflexion de cet article porte sur le développement mondial des nouvelles normes comptables dont l'utilisation et l'interprétation ont accompagné sinon nourri les errements de la finance.

1. Information et comportement mimétique

1.1 Le rôle axial de l'interprétation de l'information

Il y a relativement peu de littérature académique sur le rôle joué par l'information dans les crises boursières et pourtant, celui d'octobre 1987 est sans doute celui qui reçut la plus grande attention de la part des chercheurs.

Ce krach est particulier⁵ car aucune donnée, information, renseignement ou rumeur d'ordre politique, économique ou financier ne semble l'avoir déclenché⁶. En effet, le 19 octobre 1987, l'indice boursier américain S&P 500 chuta de plus de 20%, or en dépit des efforts entrepris par les diverses commissions d'enquête et chercheurs participant [Miller, Hawke, Malkiel et Scholes, 1987]⁷, les causes réelles du krach de 1987 peinent à être identifiées. Ainsi, même une décennie après ces différents rapports, le mystère demeurerait [Stoll, 1998].

² En 2008 des sociétés du Cac 40 affichaient des bénéfices attendus voire supérieurs aux prévisions alors que leurs cours s'effondraient au point que leur capitalisation boursière atteignait leur capitaux propres.

³ Prix Nobel d'Économie en 2002 pour son analyse des décisions en situation d'incertitude

⁴ Deux mois après avoir la faillite de la banque d'affaires US Lehman Brothers, la fraude mondiale du principal trader du Nasdaq Bernard Madoff a entraîné le monde dans une crise de trop. Les "banques privées", européennes spécialistes en gestion de fortunes et les investisseurs spécialisés dans les placements à risque de type "hedge funds" se sont exposés à une fraude "pyramidale" de 50 milliards de dollars, et attirait "la finance mondiale" par cupidité mimétique auprès de la Madoff Investment Securities LLC.

En France, la BNP Paribas a indiqué le 14 décembre, qu'elle pourrait perdre 350 millions d'euros. En Espagne, la 1^{ère} banque, Santander, 2^{ème} banque européenne par la capitalisation, annonçait que les clients de son fonds spéculatif « Optimal Strategic » étaient exposés à hauteur de 2,33 milliards d'euros et qu'elle a investi 17 millions pour son propre compte dans des produits de Madoff.

En suisse, les banquiers, traditionnels spécialistes de la gestion de fortune, pouvaient perdre, jusqu'à 5 milliards \$.

⁵ Le krach de 1914 par exemple avait comme origine la déclaration de la première guerre mondiale.

⁶ Cf. dans l'article l'étude par questionnaire de Shiller (1987)

⁷ Voir la Commodity Future Commission (1988)

Une explication scientifique du phénomène a été proposée par [Shiller, 1987].

Au cours de la semaine suivant le krach, une étude a été menée auprès d'investisseurs institutionnels et particuliers pour connaître l'importance accordée par eux à un ensemble de données, informations, renseignements ou rumeurs recensées la semaine précédant le krach. Les résultats indiquaient que chacun des éléments étaient jugés pertinents [Shiller, 1987] par les particuliers et les professionnels. L'information jugée la plus importante était la chute antérieure des cours et notamment la baisse record du Dow Jones la semaine précédant le krach.

Ainsi, les investisseurs prendraient en compte les informations des analystes sur les fondamentaux mais également l'évolution des cours.

Plus tôt, le krach du 3 septembre 1946 a fait également l'objet d'une étude de la part d'une commission spéciale, la *Security Exchange Commission*. Le rapport de cette commission avait été publié en 1947 et comme pour le krach de 1987 aucune donnée, information, renseignement ou rumeur majeure ne fut identifiée de cause principale.

Toutefois, tout comme après le pic boursier d'août 1987, une déprime générale serait à l'origine du mouvement baissier des cours la semaine avant le krach. Afin de repérer les causes des ventes massives qui se produisirent le 3 septembre 1946, la commission enquêta les acteurs du marché qui étaient actifs le 3 septembre. Il en ressortit une raison principale de la chute des cours ainsi : « *Les cours étaient en train de chuter et donc tout le monde vendait* »⁸. Or, c'est précisément l'origine qui fut confirmée [Shiller, 1987] des années plus tard à propos du krach de 1987.

En remontant encore avant la traçabilité, pour le krach d'octobre 1929, aucune donnée, information, renseignement ou rumeur particulière n'apparaît comme catalytique. Toutefois, une nouvelle parue dans le New York Times le lundi 28 octobre 1929 a pu être la cause du krach [Wanniski, 1978]. Elle concernait la loi de 1930 sur les tarifs douaniers (*Smoot-Hawley Tariff Act*). Le grand krach de 1929 aurait [Wanniski, 1978], anticipé cette loi et l'effondrement des 28 et 29 octobre 1929 a eu lieu juste après la fin de la coalition sénatoriale qui était la dernière barrière aux tarifs douaniers.

⁸ La seconde raison la plus citée impliquait la stratégie d'échange appelée « Dow Theory ». Un marché à la baisse appelle des ventes immédiates pour tous ceux qui suivent cette théorie. Un marché était considéré comme baissier lorsque les 3 « Dow Jones Averages » avaient dépassé leur niveau de résistance (en fait leurs derniers plus bas). Ce scénario est vraisemblablement arrivé à la fermeture du dernier jour d'échange avant le krach (soit le vendredi 29 août) et aurait conduit les investisseurs adeptes de la « Dow Theory » à vendre dès l'ouverture suivante le 3 septembre. Cependant, comme lors du krach d'octobre 1987 avec la stratégie d'assurance de portefeuille, et compte tenu du volume d'échange impliquant la Dow Theory (dont l'impact sur le marché en volume d'échange était sensiblement le même que celui impliquant les stratégies d'assurance de portefeuille le 19 octobre 1987 soit aux alentours de 20%), celle-ci ne pouvait pas expliquer à elle seule la chute des cours qui se produisit ce jour là.

Cette loi aurait pu être même être, à l'origine de la « Grande Dépression » [Meltzer, 1976].

Mais certains [Dornbush et Fisher, 1986] s'opposent à ces allégations en mettant en soulignant que les exportations de l'époque ne représentaient que 7% du PNB et qu'entre 1929 et 1931 elles n'avaient chuté que de 1,5% par rapport à 1929. Donc, d'une part les échanges extérieurs ne seraient ni à l'origine du krach de 1929 ni à celle de la « Grande dépression » qui s'en est suivi et d'autre part, rien n'a prouvé que la loi de 1930 sur les tarifs douaniers ne fût même la cause du déclin des exportations.

En conclusion, comme pour les crises boursières de 1946 et de 1987, il apparaît difficile de relier l'effondrement des cours à une donnée, information, renseignement ou rumeur publique notoire, sur l'évolution des éléments fondamentaux explicatifs de l'évolution des cours.

Certains, [Cutler, Poterba et Summers, 1989] ont tracé les 50 plus fortes variations de cours du S&P500 depuis la seconde guerre mondiale. Pour chacun de ces mouvements, ils ont classé les explications proposées par les médias. Il ressort que la plupart des explications préalablement retenues comme explicatives des crises boursières, ne correspondaient à aucune information anormale.

On fait donc face à une remise en cause des hypothèses de la finance traditionnelle et plus particulièrement celle de l'efficience informationnelle des marchés [Fama, 1970].

De nouvelles recherches concernant l'explication des crises boursières sont possibles avec comme hypothèses le mimétisme mondial.

1.2 La remise en cause de l'hypothèse de rationalité

Contrairement au krach de 1929, et sa « Grande Dépression », après les événements d'octobre 1987, la bourse a mis au moins de deux ans pour dépasser son niveau d'avant le krach, révélant ainsi des causes originelles n'appartenant probablement pas à la sphère économique, politique ou financière. C'est la raison pour laquelle nous nous penchons dans un premier point sur la relation entre krach boursier et rationalité des acteurs, et dans un second temps sur la notion de bulle spéculative.

Les crises boursières sont les anomalies les plus probantes de l'irrationalité des marchés [Rubinstein, 2000]. Pourtant, beaucoup de forces ont concouru au krach de 1987, même si les acteurs se veulent rationnels. Avant le krach, la volatilité du marché a augmenté significativement puis du 14 au 16 octobre la chute du S&P500, fut le plus important depuis 1940. Cette grande volatilité a convaincu les investisseurs très sensibles au risque, de sortir du marché dès le lundi 19 octobre 87. Le marché devint chaotique [Rubinstein, 2000] car deux des protections habituelles sur lesquelles les investisseurs comptent pour réduire leur exposition au risque ont échoué : la liquidité et la diversification. Ceci a incité d'autres investisseurs moins timorés à vite sortir du marché.

L'échange des actions et les ordres de ventes ralentirent par crainte qu'un enchaînement de faillites ne paralyse le marché.

En fait, d'une part comme nous l'avons vu, presque toutes les actions, y compris les actions sur les marchés internationaux, plongèrent dans une spirale autoalimentée, éliminant toute possibilité de diversification. D'autre part, la vente de titres par les assureurs de portefeuille, qui n'ont pas de donnée, information, renseignement ou rumeur supplémentaire, et dont la stratégie est de vendre quand les cours baissent, a certainement été interprétée par les autres investisseurs comme le signal d'une détérioration fondamentale des cours [Rubinstein, 2000].

Une théorie des crises boursières basée sur les différences d'opinions parmi les investisseurs [Hong et Stein, 2003] aiderait à expliquer certains phénomènes comme :

- d'amples mouvements de cours en l'absence de donnée, d'information, de renseignement ou de rumeur particulière ;
- une *skewness* négative dans la distribution des rendements de marché ;
- une augmentation de dépréciation générale des cours qui s'effondrent.

Ceci peut fournir une base rationnelle au fait que depuis la seconde guerre mondiale l'indice S&P500 ait connu beaucoup plus de journées de replis que de hausses. Particulièrement en cas de hausse du marché, les informations des investisseurs pessimistes sont dissimulées (comme pour les *subprimes*⁹) à cause des contraintes sur les ventes à découvert (*constraints against short sales*). Le marché « fait ce qu'il peut » pour identifier et localiser cette information et juger des actions à entreprendre, mais occasionnellement, une erreur d'interprétation de données, informations, renseignements ou rumeurs, se produit.

Un autre résultat très important [Shiller, 1987] réside dans une première réponse des investisseurs : à la cause de la baisse des cours entre le 14 et le 19 octobre 1987, pour 1/3 des particuliers et 1/3 des institutionnels, le marché était surévalué avant le krach.

La seconde réponse la plus souvent donnée par 1/4 des investisseurs individuels et 1/4 des professionnels, concernait l'irrationalité des investisseurs. Cette irrationalité ressortit de façon plus nette par les réponses apportées à la question suivante : « *Ce qui décrit le mieux la chute des cours : une explication liée à la psychologie des investisseurs ou une explication sur l'appréciation par les fondamentaux, (analyse des profits, des taux d'intérêt, etc. ?* ». Pour 2/3 des professionnels et 2/3 des particuliers, c'est la psychologie des investisseurs qui expliquerait cette chute des cours. Ceci permet de conclure [Shiller, 1987] que « *un krach boursier n'avait apparemment rien à voir avec une quelconque information publiée, si ce n'est celle du krach en*

⁹ *Prime* désigne un emprunt normal et *sub* indique un élément souterrain (comme *subway* (métro))

lui même, mais serait plutôt lié aux théories sur les motivations de vente des investisseurs et de leur état psychologique ».

Une explication similaire est fournie par ailleurs [French, 1988] même si elle n'a pas été formalisée dans un modèle théorique. Elle affirme également que l'explication du krach de 1987 est due essentiellement à l'irrationalité des investisseurs.

1.3 Bulles spéculatives et comportement mimétique

Depuis la fin des années 1980 et jusqu'à présent, un krach boursier, et notamment celui de 1987 ou celui d'Internet de 2000, est l'éclatement d'une bulle spéculative [Miller 1991].

On explique [Garber, 1990] qu'une bulle spéculative n'est qu'une hausse rapide de la « valeur fondamentale ». Mais ceci va à l'encontre de ce que la plupart des chercheurs reconnaissent, à savoir que les bulles sont une caractéristique essentielle des marchés simplement parce que la technologie évolue, remisant des pans de l'activité économique après qu'ils aient été dominants. Le changement est donc structurel puis quantitatif. [A.J. Schumpeter, Miller, 1991].

Dans des modèles avec anticipations rationnelles¹⁰ on a montré [Blanchard, 1979, Blanchard et Watson 1982] qu'il était rationnel d'avoir des bulles spéculatives. Mais ces modèles n'expliquent absolument pas pourquoi les bulles apparaissent et qu'est ce qui conduit à leur éclatement [Lardic et Mignon, 2006]¹¹.

Certains [Tirole, 1982] ont montré qu'en horizon déterminé ou avec un nombre fini d'individus, les bulles ne sont pas cohérentes avec le comportement des acteurs. Cette difficulté à réconcilier bulles et comportement rationnel a conduit certains [Shiller 1984 ; De Long et al. 1990] à développer un modèle d'évaluation d'actifs basé sur le comportement irrationnel. Cependant, le problème avec ces types de modèle est que là encore, dans le cas où une bulle se produit, ils n'expliquent pas ce qui l'initie. Une approche alternative aux modèles préalablement cités, consiste à considérer les bulles comme résultant de comportements grégaires des investisseurs. Un modèle fait référence dans cette approche BHW : [Bikhchandani, Hirshleifer et Welch, 1992]. Il propose une formalisation du comportement mimétique basé sur le traitement différencié, par les individus de différentes catégories de données, d'informations, de renseignements ou de rumeurs publiques ou privées.

¹⁰ Le but ici n'est pas de détailler ces modèles mais de souligner leur existence.

¹¹ Trois autres limites conceptuelles à la théorie des bulles rationnelles sont énoncées dans l'ouvrage sur l'efficacité informationnelle de Lardic et Mignon (2006). Outre cette limite dans l'explication de l'apparition des bulles, les auteurs soulignent également que « *les conséquences de la présence d'une bulle sur le processus de formation des cours et sur sa relation avec les fondamentaux ne sont pas clairement établies* » que la « *dichotomie stricte entre la valeur fondamentale et la bulle rend difficile la prise en compte de la composante spéculative* » et finalement que « *la notion de bulle est contingente au modèle utilisé* » notamment dans la détermination de la valeur fondamentale.

Bien que non réservé au marché financier, ce modèle est une manière d'envisager les crises financières et les bulles spéculatives, dont certains [Orléan, 1990, Chari et Kehoe 2003, Gillet et Lavoie 1999] considèrent qu'elles sont particulièrement caractéristiques de comportements mimétiques.

2. Le mimétisme au niveau de la régulation, les IFRS

2.1 La crise des normes comptables

La crise financière de 2008 au contraire des précédentes a été accompagnée par un alignement des normes comptables internationales. Ironie du sort les IFRS (*International Financial Reporting Standards*) en Europe ont été imposées aux entreprises cotées pour pallier les dérives des US Gaap (*Generally Accepted Accounting Principles*) qui avaient amené le scandale Enron. Des causes nouvelles et un mimétisme juridique ont eu un effet procyclique dans cette crise financière cette fois-ci mondiale.

Les nouvelles normes comptables ont été imposées d'abord aux entreprises cotées, ensuite à celles qui font appel public à l'épargne, enfin elles voudraient concerner les PME sans penser aux conséquences mimétiques d'un tel alignement.

Parmi les nouveaux montages financiers, la titrisation a été un des pires paravents derrière lequel se sont dissimulé les pertes abyssales et donc ont masqué une traçabilité des risques. La vraie spécificité du krach de 2007 et suivantes n'est donc pas celui des subprimes¹² comme en 1929 mais celui de la titrisation ont été décuplés.

A ceci s'ajoute les nouvelles normes qui devaient autoréguler les marchés financiers et le système bancaire mondial. Elles ont voulu en même temps valoriser à la Juste Valeur [Chatelain et Lévy, 2007] les entités, stabiliser la profession comptable par une bonne gouvernance (*compliance*) et aligner les états financiers. Or les choix comptables ne sont pas neutres. Ainsi, à partir d'un corps d'hypothèses de 6 options¹³ de valorisation des données comptables [Richard J. 2008] on constate que l'alignement légal et financier, ne joue pas au niveau de la trésorerie qui reste relativement stable, (ce qui explique sa prépondérance comme critère de performance par rapport aux résultats dans les IFRS et l'absence d'indicateurs internationaux), et les variations importantes des résultats. Donc pour annoncer des profits les plus importants le plus rapidement possible, toutes les entités ont

¹² Le marché des Asset Back Securities (ABS) ou plus précisément Residential Mortgage-Backed Security (RMBS) a plongé 350 milliards de \$ au 3ème trimestre 2007 à 100 milliards de \$ trois mois plus tard. Son effondrement étant un des facteurs importants de la crise du secteur bancaire. Ces actifs sont invendables et gourmands en capitaux propres pour les banques qui les détiennent (fin juillet 2008, Merrill Lynch s'est débarrassé de 30 milliards de \$ à 20 % environ de leur valeur faciale.

¹³ Hypothèse 1 : présentation des états financiers selon une comptabilité fiscale, Hypothèse 2 Présentation des états financiers selon une valeur coût. Les consommations sont faites au rythme de la production. On inscrit un impôt fictif au compte de résultat et différé au Bilan, Hypothèse 3 États financiers en valeur vénale prudente. Les immobilisations et les titres sont à leur valeur vénale, supérieure au coût d'acquisition, ce qui dégage une plus value. Hypothèse 4 États financiers en valeurs statiques en appliquant le principe de prudence. Par rapport au cas précédent les plus values potentielles ne sont pas enregistrées. Hypothèse 5 États financiers en valeurs actualisées On calcule les cash-flows libres donc non réinvestis. Hypothèse 6 États financiers en IFRS

intérêt à s'aligner sur les normes IFRS et la juste valeur en oubliant la « règle de prudence » qui pourtant existe toujours en normes françaises. Les tableaux suivants sont la conclusion de l'étude.¹⁴

Tableau 1 inconstance des résultats

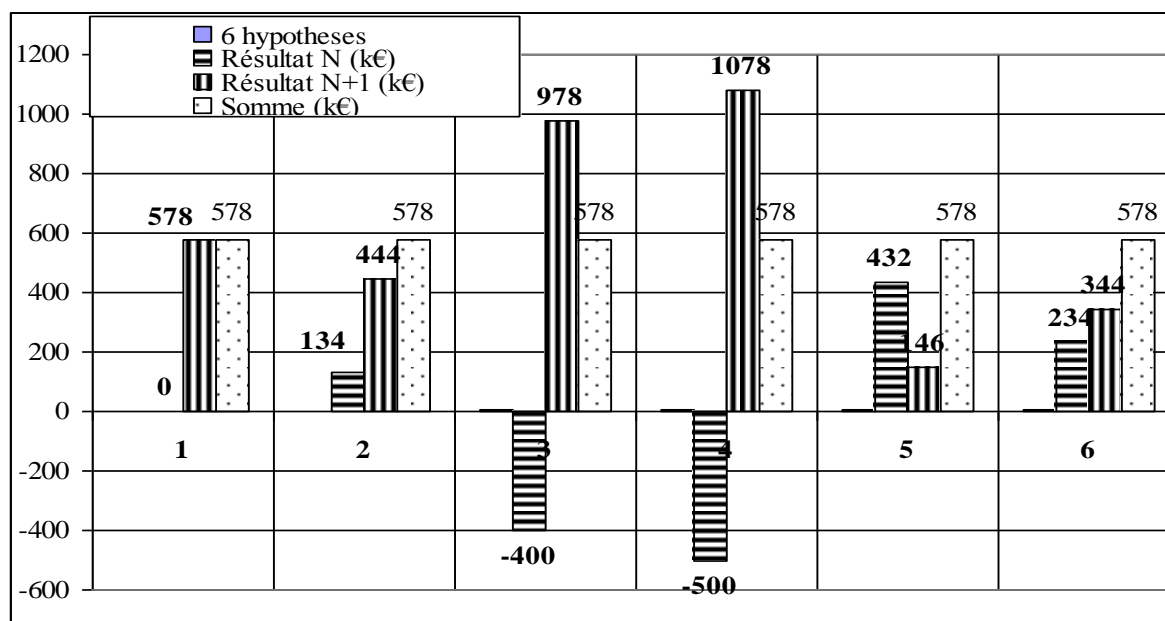
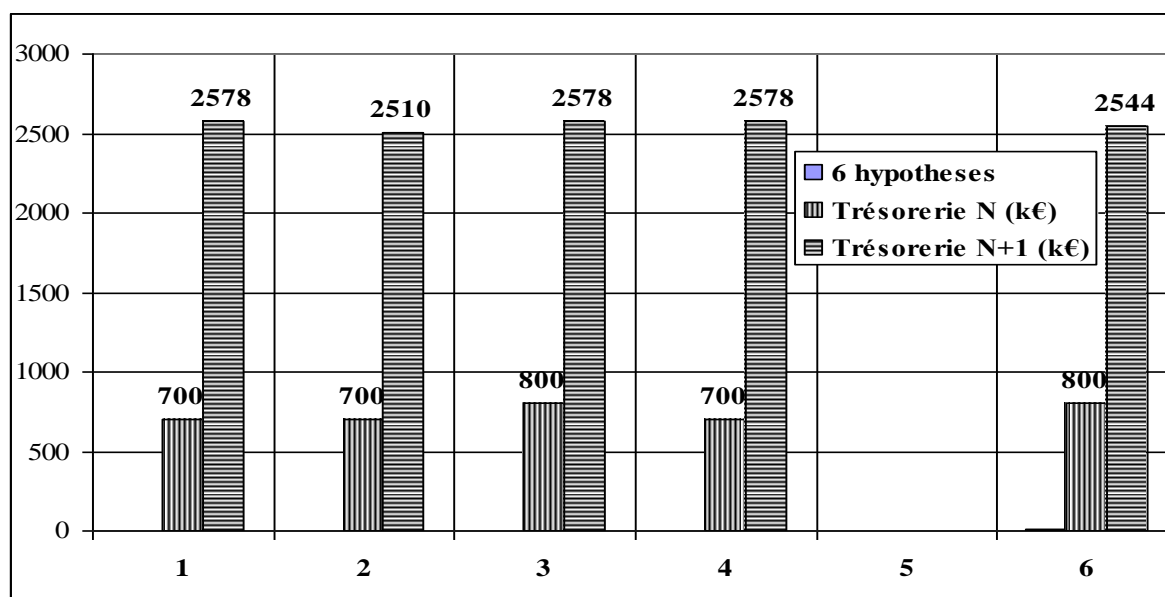


Tableau 2 : constance de la trésorerie



2.2 La Juste Valeur

L'ensemble des établissements financiers ont vu en même temps leurs fonds propres fondre (les pertes comptables se sont accumulées avec la comptabilisation au prix de marché) et leur accès au financement se

¹⁴ Pour le détail du cas contacter les auteurs par les mails indiqués

restreindre. D'où le recours à la titrisation et autres manipulations : « Les entreprises agissant hors de normes sont les plus endettées » [Smaïli, Labelle, Stollowy, 2008]¹⁵

Les nouvelles normes comptables prônant la Juste Valeur, ont laissé d'une part la porte ouverte à une gestion « opportuniste » des résultats par les banques et les entreprises, et d'autre part les analystes se focaliser sur une performance à très court terme au lieu de pérenniser le long terme et les investissements à risques mesurés.

C'est d'abord le rôle de la Juste Valeur et du *mark-to-market* imposés par les normes internationales utilisés par les sociétés cotées à travers le monde, qui a été dénoncé comme facteur mimétique de la crise financière. Ces normes ont introduit une confusion entre liquidité et solvabilité : « Il devient de plus en plus difficile de déterminer si un établissement dont la position de liquidités s'est dégradée, est ou non solvable. Le référentiel IAS-IFRS en consacrant la valeur de marché pour l'évaluation de nombreux postes du bilan, rend en effet la distinction entre liquidité et solvabilité progressivement inopérante, puisque la valeur de marché incorpore déjà la liquidité de l'actif ou du passif considéré »¹⁶.

Le problème de la juste valeur des normes comptables a donc au moins deux origines [Veron, 2008] :

- l'illiquidité ou valorisation au bilan des instruments financiers qui ont peu ou pas de transactions, a fait qu'ils n'ont plus été évalués par leur propension à générer des revenus futurs. Ce principe de la juste valeur, aurait fait enregistrer par les établissements financiers des dépréciations comptables non justifiées par une réalité économiques. Leur dépréciation aurait entraîné une baisse corrélative de leur cours (d'où l'intervention des États européens pour faire modifier en urgence IAS 39) « Il en résulte que la vente des actifs à un prix intermédiaire est susceptible de donner pour les banques cédantes, un caractère définitif à des pertes latentes et de rendre plus impérieuse encore la levée de nouveaux capitaux propres ».¹⁷
- la procyclicité aurait eu un effet d'entraînement sur la crise. Le principe selon lequel la valeur d'un titre sur le marché est une indication pertinente est contestée (Warren Buffet). En ayant cru en l'efficience des marchés, les bilans bancaires ont été gonflés lorsque la bulle était en train de grossir et dégonflés lorsque la crise est arrivée.

Les normes comptables auraient ainsi accompagné les amplitudes spéculatives et les crises de confiance des marchés en laissant aux managers une gestion opportuniste des valeurs des états financiers. D'où des coûts d'agence et d'asymétrie de l'information portés à leur paroxysme et amplifiant le coût de la crise. La

¹⁵ Opus cité p. 189

¹⁶ Laurent Quignon, responsable de « Économie Bancaire » à BNP-PARIBAS, Note de conjoncture, Direction des Études Économiques, Novembre 2008, p25

¹⁷ Laurent Quignon, cité

manipulation frauduleuse ou interprétative dite « anomalie » reste d'actualité [Smaïli, Labelle, Stollowy, 2008].

Pour Ricol, les nouvelles normes ont été un facteur aggravant. Par exemple en utilisant la juste valeur il y a une distorsion entre la valorisation des entreprises cotées et celles qui le sont pas.

2.3 Les instruments financiers

Les normes comptables internationales précisent que des instruments financiers (IAS 39) doivent être comptabilisés à leur valeur réelle au jour de l'arrêté des comptes.

Les établissements ont pu alors titriser certains de leurs prêts (céder puis obtenir les liquidités correspondantes) ce qui aurait été correct si ces créances juridiquement cédées l'avaient été en substance, or ce ne fut pas le cas¹⁸.

Les établissements financiers cédants auraient du soit conserver les risques afférents à ces prêts soit les céder à des entités *ad hoc* qu'elles contrôlent, soit assumer les risques. Or, de nombreux prêts titrisés ont disparu des bilans alors qu'ils auraient figuré si les normes IAS-IFRS avaient été respectées.¹⁹

Comptablement, depuis le début des années 90, les instruments financiers dérivés ont fortement augmenté (leur valeur est passée de \$ 100 trillions en 2002 à \$ 327 trillions fin 2006²⁰). Ces instruments financiers dérivés se sont en plus énormément complexifiés au point que la norme IFRS 39 est apparue dès le départ difficilement compréhensible.

L'objectif des IFRS était dès le départ de donner plus de clarté, de transparence et de véracité aux États financiers. Ainsi, IAS 39 permettait d'offrir une meilleure gestion des instruments financiers dérivés. Or non seulement « cet objectif d'image fidèle et d'incitations à une meilleure gestion n'ont pas atteint mais les choix et options complexes mises en œuvre par les IFRS vont parfois même à l'encontre de ces objectifs »²¹.

La primauté a été ainsi donnée au bilan (*financial statement* et non plus *balanced sheet*) et au risque de liquidités appuyé par la stratigraphie de la trésorerie (tableau de flux). De ce fait le compte de résultats (le bénéfice est la variation des capitaux propres) ne présente plus l'intérêt qu'il avait avant, où le résultat était analysé par des indicateurs de performance normalisés. La performance de l'entreprise est sa valeur vénale.

Avant les normes IAS 39 et IFRS 7, les opérations à terme étaient valorisées et inscrites dans les états financiers en hors bilan soit pour leur valeur nominale (terme ferme) soit pour leur valeur contractuelle (options, caps, floor, collar). Les pertes générées par ces instruments financiers étaient inscrites au compte de résultat. Certaines

¹⁸ Glibert Gélard membre de l'IASB, *Les normes comptables : un repère stable dans la crise financière*, Revue Française de Comptabilité, Décembre 2008, pages 25 et s.

¹⁹ Glibert Gélard cité

²⁰ Selon l'association internationale des Swaps et Dérivés, cité par Philippe Tournon et Philippe Foulquier, *dérivés et comptabilités de couverture en IFRS : vers une (mé) connaissance des risques ?* Revue comptabilité contrôle audit, décembre 2008.

²¹ Tournon et Foulquier cité, p9

entreprises pouvaient se couvrir et ainsi il n'était pas utile de provisionner les moins-values latentes. Réciproquement les plus-values latentes n'étaient pas enregistrées. Mais pour des opérations purement spéculatives les écarts de valorisation s'inscrivaient automatiquement dans le compte de résultat.

Avec IAS39, non seulement les instruments dérivés s'inscrivent de plein droit dans le bilan mais ils sont dans la plupart des cas classés dans une rubrique dite : « les instruments à la juste valeur par le compte de résultat ». Ce qui veut dire que leurs variations sont directement inscrites dans le compte de résultat. Ainsi des opérations qui étaient inscrites en hors bilan, se sont retrouvés dans le bilan et les variations ont été imputées directement au compte de résultat, ce qui les a rendu énormément volatiles. L'une des explications à l'aggravation de la crise est que la plupart des instruments financiers couverts ont été classés en « disponibles à la vente ». De ce fait les variations des instruments dérivés de couverture ont eu un effet direct sur le compte de résultat alors que les variations des instruments couverts vont au bilan dans les capitaux propres.

Comme le compte de résultat devenait dans la pratique très volatile, l'IASB a développé une « comptabilité de couverture ». Ceci a été fait pour d'une part réduire la volatilité comptable occasionnée par les écarts de traitement des variations latentes des instruments de couverture et d'autre part des sous jacents couverts.

Malheureusement dans la pratique les critères ont été présentés de manière tellement exigeante que les sociétés n'y ont quasiment pas eue recours²².

L'IASB a donc entériné l'aggravation de la crise et publié une procédure d'urgence justifiée par cette crise financière internationale qui vise à amender les deux normes IAS 39 et IFRS 7.

La modification a consisté essentiellement à reclasser les actifs financiers non dérivés en hors de la catégorie « à la juste valeur ». Certains autres reclassements ont été envisagés avec date d'effet dès novembre 2008.

Nombre d'études empiriques montrent que l'adoption de la Juste Valeur en comptabilité se traduit par une volatilité plus grande des résultats [Nivine et *al.* 2007]. Pour le secteur bancaire il en est de même [Barth et *al.* Bernard et *al.* 1995], [Barth et Landsman et *al.* 1996].

Comme la Juste Valeur laisse la porte ouverte à la gestion opportuniste des résultats [Stolowy et Breton, 2000] les investisseurs perçoivent des risques supérieurs. Donc à la volatilité des résultats a correspondu une volatilité des cours [Touren et Foulquier, 2008], donc un effondrement du système financier, économique, et social. Actuellement les économies sont en récession, mais toutes les banques recommencent à spéculer sur les marchés, celles qui ont promis une plus grande prudence sont obligées de suivre le mouvement.

²² Philippe Touren et Philippe Foulquier cité, p 18

Conclusion

Les normes internationales ont participé à un alignement légal et ont laissé une liberté totale de valorisation des états financiers. Elles rajoutent donc de l'instabilité à un système financier déjà turbulent.

Penser que les marchés sont suffisamment efficaces et informés pour pouvoir « laisser faire » sans encadrement ni surveillance étatique est néfaste. La première partie de cet article a en effet souligné le rôle central de l'interprétation des informations dans les contextes de crises.

Parmi les politiques possibles pour sortir de la crise, les institutions doivent jouer sur la liquidité et sur la solvabilité. Comme interventions sur la solvabilité par les États il est noté « augmentation des plafonds de garantie des dépôts, garantis de refinancement, rachats d'actifs, recapitalisations directes, et réforme des règles comptables.»²³

Le choix pour les entités d'aligner leurs systèmes de comptabilités financières, relève d'une stratégie opportuniste et mimétique de diffusion des informations. Elles modifient l'appréciation de leur risque de défaillance et de leur rentabilité financière et biaisent ainsi les analyses des états financiers comme montré dans le cas (2.1).

Il faut donc changer ces normes internationales et renforcer les ratios de Bale II qui ne permettent pas de contenir les risques. En effet, avec la spéculation sur les marchés financiers revenue en 2009, une réévaluation exponentielle des actifs, risque de préfigurer un nouveau krach mondial.

²³ CIC Security Bloomberg, in La Tribune , 12 janvier 2009, p. 20

Bibliographie

- Bensoussan D.**, *l'Économie est affaire d'affect*, Challenge, n° 148, 11 décembre
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer et I. Welch** (1992), « Learning from the behavior of others: conformity, fads and informational cascades », *Journal of Economic Perspectives*, 12, 151-170.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer et I. Welch** (1998), « A theory of fashion, Social custom, and Cultural change », *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026.
- Bikhchandani, S. et S. Sharma** (2001), « Herd behavior in financial markets », *IMF Staff Papers*, 47, 3.
- Blanchard, O.** (1979), « Speculative bubbles, crashes and rational expectations », *Economic Letters*, 3, 387-389.
- Blanchard, O. et M. Watson** (1982), « Bubbles, rational expectations and financial markets expectations », *Crisis in the Economic and Financial Structure*, Lexington books.
- Chari, V. V. et P. Kehoe** (2004), « Financial crises as herds: overtuning the critiques », *Journal of Economic Theory*, 119, 1, 128-150.
- Chatelain S. et Lévy A.** 2007, « Émergence et cheminement de la juste valeur », Journée Internationale de Recherche sur les IFRS, Revue du Financier n° 168
- Cutler, D., J. Poterba et L. Summers** (1989), « What moves stock prices ? », *The Journal of Portfolio Management*, 4-12.
- De Long, J., A. Shleifer, L. Summers et R. Waldmann** (1990), « Noise trader risk in financial markets », *Journal of Political Economy*, 98, 4, 703-738.
- Dornbusch, R. et S. Fisher** (1986), « The open economy: implications for monetary and fiscal policy », *Robert J. Gordon (ed.), American Business Cycle: Continuity and Change*, 459-501.
- Fama, E.** (1970), « Efficient capital markets: A review of theory and empirical work », *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- French, K. R.** (1988), « Crash-testing the EMH », *NBER Macroeconomic Annual*, 277-285.
- Garber, P.** (1990), « Famous first bubble », *Journal of Economic Perspectives*, Spring, 4(2), 35-54.
- Garber, P.** (2000), *Famous first bubble: The fundamentals of early manias*, MIT Press.
- Gillet, R. et F. Lavoie** (1999), « Krach, bonnes nouvelles et réactions à Bruxelles, Toronto et New York », *Fineco*, 9, 2, 2^{ème} semestre.
- Hong, H. et J. Stein** (2003), « Differences of opinion, short-sales constraints and market crashes », *Review of Financial Studies*, Summer.
- Lardic, S. et V. Mignon** (2006), *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, Repère, La Découverte.
- MAI**, (1989), *Black Monday and the Future of Financial Markets*, oeuvre collective éditée par Kamphuis, Kormendi et Watson, DJI et Mid America Institute (MAI) for Public Policy Research, Inc., Chicago.
- Meltzer, A.** (1976), « Monetary and other explanation of the start of the great depression », *Journal of Monetary Economics*, 2.
- Miller, M. H.** (1991), *Financial Innovations and Market volatility*, In press.
- Miller, M. H., J. Hawke, B. Malkiel et M. Scholes** (1987), *Findings of the Committee of Inquiry: Examining the Events Surrounding October 19, 1987*, Chicago Mercantile Exchange.
- Orléan, A.** (1990) « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers », *Revue Economique*, septembre, 839-868.
- Orléan, A.** (1995), « Bayesian Interactions and collective dynamics of opinion : herd behavior and mimic contagion », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 28, 257-274.
- Richard J.** (2008), « Système comptable français et normes IFRS », Dunod, 2008, p.69 et s.
- Rubinstein, M.** (2000), « Rational markets: yes or no ? The affirmative case », *Working Paper*, RPF-294, Research program in finance.
- Shiller, R. J.** (1984) « Stocks prices and social dynamics », *Brookings Papers on Economic Activity Review*, 2, 457-498.
- Shiller, R. J.** (1987) « Investor behavior in the october 1987 stock market crash: survey evidence », *NBER Working Paper 2446*, November.
- Shiller, R. J.** (1989), *Market volatility*, Cambridge MA., MIT Press, Third Edition.
- Shiller, R. J.** (2000), *Irrational exuberance*, Princeton University
- Smaïli N. Labelle R. Stolowy H.** (2008) « la publication d'une information financière non-conforme à la loi et aux normes : déterminants et conséquences » *Revue CCA*, Septembre
- Tirole, J.** (1982), « On the possibility of speculation under rational expectation », *Econometrica*, 50, 1163-1181.
- Véron N.**, (2008) « La faute aux normes comptables ? », *Alternatives Economiques*, n° 272, septembre
- Wanninski, J.** (1983), *The way the world works*, 2^{ème} eds, New york, Simon and Schuster.