

REFGOV

Reflexive Governance in the Public Interest

Corporate Governance

LES IFRS ET LES BESOINS EN INFORMATIONS NON FINANCIERES

By Tristan Boyer and , Elena Chane-Alune

Working paper series : REFGOV-CG-24

LES IFRS ET LES BESOINS EN INFORMATIONS NON FINANCIERES

Tristan BOYER^{*}, Elena CHANE-ALUNE^{**}

L'introduction depuis le 1^{er} janvier 2005 des normes IAS/IFRS¹ entraîne des remous compréhensibles dans la communauté des analystes financiers, légitimement interpellés par la nécessité d'appréhender correctement des comptes annuels établis selon un référentiel dont l'interprétation reste complexe. Plus fondamentalement, la problématique porte sur l'opportunité de l'application des normes IAS/IFRS, d'orientation et d'origine anglo-saxonne, à des pays relevant du courant comptable d'Europe continentale. La diffusion de ces normes n'est donc pas un aléa de l'histoire. La comptabilité renvoie toujours à une écologie socio-économique (B. Colmant, 2005). Si l'application de normes comptables reflète le pouvoir exercé par un acteur dominant, c'est parce que le modèle actionnarial s'est imposé dans nos économies. Par conséquent, l'introduction des normes comptables internationales IAS/IFRS va de pair avec l'utilisation d'un nouveau système d'évaluation comptable axé sur l'information des actionnaires. Toutefois, l'IASB² publia en octobre 2005 un document de discussion relatif à la qualité des rapports de gestion qui accompagnent les états financiers. Ce document avait pour but de délimiter le rôle que pourrait jouer l'IASB dans la normalisation et l'amélioration de la qualité du rapport de gestion. Cette initiative se fait l'écho d'une demande d'informations qualitatives accompagnant les informations financières. Le document de discussion passe ainsi en revue les obligations légales relatives au rapport de gestion au niveau national afin de promouvoir l'adoption de meilleures pratiques en la matière dans le cadre d'états financiers présentées selon les IAS/IFRS.

Cette contribution s'essaie à commettre quelques pistes de réflexions en la matière. Dans un premier temps, elle a pour but de donner un aperçu du contexte des récentes évolutions comptables en lien avec l'actuelle financiarisation des marchés financiers. Les nouvelles normes IFRS et leur souci de comparabilité et de transparence n'appauvriraient-elles pas l'information en attribuant à la comptabilité, au travers de l'application de la juste valeur, la fonction d'évaluation fondamentale des capitaux ? Dans un deuxième temps, cette contribution montre l'importance des informations non financières à même de compléter l'information utile à la prise des décisions des acteurs économiques et décrit sur le reformatage de l'information financière par les acteurs amenés à l'utiliser.

* CREFI – Luxembourg School of Finance (Université du Luxembourg), CPDR (UCL), Economix (Université Paris X).

** HEC-ULg.

¹ IAS : International Accounting Standards ; IFRS : International Financial Reporting Standards.

² IASB : International Accounting Standards Board.

1. IFRS ET FINANCIARISATION

1.1. Les conséquences microéconomiques de la financiarisation : l'introduction des normes comptables IAS/IFRS

La financiarisation rencontre aujourd'hui un très large écho. Toutefois, on ne dispose à son propos que de peu d'éléments, en dehors des changements les plus évidents, notamment l'accroissement sensible du niveau des dividendes, le développement des schémas de rémunérations liés au cours boursier, et l'affirmation du pouvoir actionnarial (Beffa, Boyer, Touffut, 1999).

Aglietta (1997) et Boyer (2000), mais aussi, dans des perspectives légèrement différentes, Orléan (1999), ont porté leur attention sur les transformations des marchés financiers, depuis les années 1980, comme moteur d'un changement de régime d'accumulation. A ce titre, la financiarisation est un mécanisme macroéconomique marqué par un changement dans les rapports de pouvoir entre les différents agents économiques. En effet, la libéralisation et la globalisation des marchés financiers, à partir des années 80 se sont accompagnées de l'affirmation du pouvoir et des principes de création de valeur actionnariale à travers les actions d'un type particulier d'acteurs : les investisseurs institutionnels anglo-saxons. L'apparition de ces derniers s'est principalement opérée par une prise de contrôle de plus en plus importante dans les capitalisations. Ainsi, ils détenaient plus de 40 % de la capitalisation des firmes américaines et près de 70 % de la capitalisation en Grande-Bretagne en 1998 (The Hampel Report, 1998). De même, environ 40 % du capital social des grandes entreprises composant l'indice CAC 40 est aujourd'hui détenu par des investisseurs étrangers. Cette proportion est en progression régulière : elle n'était que de 12 % en 1986, 23 % en 1993 et 36 % en 1998³.

L'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières signifie que les titres des compagnies publiques sont maintenant concentrés en grande partie entre les mains d'institutions financières qui détiennent une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels (Hill et Jones, 1992, Monks, 2001). Cette concentration et cette transformation de la composition de l'actionnariat des sociétés cotées exercent une influence significative sur la gouvernance d'entreprise de celles-ci (Solomon et Solomon, 2004). Plutôt que de suivre la *Wall Street Rule*, c'est-à-dire vendre leurs actions lorsqu'ils ne sont pas satisfaits de la conduite des affaires, les investisseurs institutionnels adoptent une attitude de plus en plus interventionniste afin de protéger leurs intérêts et d'améliorer le rendement des entreprises. Ils délaissent ainsi l'attitude passive qu'ils ont traditionnellement manifestée et exercent une influence croissante sur la gouvernance des corporations en modifiant la dynamique des relations internes, ainsi qu'en proposant des changements aux structures de gouvernement d'entreprise, à travers l'élaboration de code de gouvernance (Blair, 1995 et Montgomery, 1996).

Ce nouvel activisme des investisseurs institutionnels peut toutefois être remis en perspective en fonction des différentes perceptions des investisseurs à l'égard du mandat qui leur est confié. L'investisseur peut donc choisir d'être plus ou moins actifs.

³ Rapport d'information n° 367 (2002-2003) du 25 juin 2003 - par M. Joël BOURDIN, fait au nom de la délégation du Sénat pour la Planification

Les comptes rendus des premières manifestations d'activisme aux Etats-Unis font ressortir la conduite d'initiative d'activisme dans le cadre des assemblées générales annuelles, notamment sous la forme de questions soumises en personne ou par le biais de propositions diffusées dans les circulaires d'information (Solomon et Solomon, 2004).

Durant la période intense des prises de contrôle des années 1980, alors que les compagnies ont eu recours à une panoplie de mesures défensives, les investisseurs institutionnels ont pris conscience de la nécessité de protéger leurs intérêts. Ils ont ainsi fait valoir leur opposition concernant les mesures qui permettaient aux dirigeants de protéger leurs postes au sein des compagnies visées, notamment à l'égard des régimes de droits de souscription (pilules empoisonnées), des ententes de blocage, des mandats échelonnés au sein des conseils d'administration et de la création d'actions subalternes et d'actions privilégiées comportant des droits discrétionnaires (Monks et Minow, 1991). Les investisseurs institutionnels sont également intervenus pour prévenir les comportements opportunistes des dirigeants dans les situations de conflits d'intérêts, par exemple dans le cas de transactions entre personnes liées conclues au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires ou encore dans le cas de régimes de rémunération excessifs mis en place en faveur de la direction (Montgomery, 1992, Bushman et Smith, 2001).

Traditionnellement perçus comme des actionnaires passifs, les investisseurs institutionnels sont donc graduellement devenus des acteurs importants dans le contexte corporatif en raison de leurs efforts en vue de maximiser le rendement de l'avoir des actionnaires (Hendry et al.) ou de promouvoir des objectifs collatéraux de nature économique, politique et sociale comme la gestion de fonds dits éthiques par exemple.

L'explication donnée par ces investisseurs pour justifier leur relative passivité consistait à définir leur mandat par opposition à la fonction attribuée normalement à un dirigeant d'entreprise ou à un propriétaire d'actions qui détient des titres à long terme et qui doit démontrer une certaine loyauté à l'égard des compagnies dans lesquelles il investit. Coffee résume comme suit l'attitude d'un bon nombre d'institutions : «*Structurally, historically and culturally, institutional investors are not natural monitors of management; rather, they are natural traders, inclined to rely more on exit than voice*» (Coffee, 1994)

L'implication des investisseurs institutionnels s'est donc principalement marquée par le pourcentage d'actions détenues dans la compagnie. À titre d'exemple, lorsqu'une institution détient plus de 5, 10 ou 15% du capital d'une entreprise, la relation avec celle-ci devient inévitablement plus étroite, se traduisant notamment par des consultations régulières avec la compagnie visée. Tout en reconnaissant l'implication plus grande des investisseurs institutionnels dans le cas d'investissements significatifs, Crête et Rousseau (1997) précisent qu'ils ne deviennent pas pour autant des «associés» et que leur rôle est de surveiller la direction, comme le ferait un mandant à l'égard de son mandataire.

Dans le cadre de leur mandat de gestion et des obligations sous jacentes, les investisseurs institutionnels peuvent être appelés à exercer certains droits qui découlent de la propriété des actions qui composent leur portefeuille. Dans le rôle de surveillance qu'implique la détention d'actions, l'exercice des droits de vote constitue un des premiers moyens d'intervention qui permettent aux institutions de protéger leurs intérêts en participant à l'élection ou à la destitution des administrateurs, de même qu'à l'approbation des changements structurels importants lors des assemblées des actionnaires.

La préoccupation des investisseurs institutionnels face à l'exercice des droits de vote se manifeste également avec une intensité variable et selon des approches diverses. Certains ont adopté une politique interne concernant cet aspect de leur mandat de gestion (consignes de votes internes), alors que d'autres s'inspirent plutôt des politiques ou des recommandations soumises par certaines organisations intermédiaires (proxy voting, Thompson et Davis, 1997). A ce titre, il demeure difficile de connaître l'ampleur réelle de la surveillance exercée par les investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies en portefeuille. Stapeldon (1995) met d'ailleurs en évidence que le caractère très formalisé des consignes de vote de certains fonds s'apparenterait à du *window Dressing*. Il est dès lors permis de penser que certains investisseurs procèdent à une surveillance limitée de ces compagnies, compte tenu de l'importance relative de leurs investissements dans celles-ci.

La prise en compte des coûts associés aux interventions apparaît également comme un facteur influençant de façon déterminante l'activisme des investisseurs institutionnels. Ainsi l'enquête menée par Montgomery (1992) montre que, parmi les raisons qui expliqueraient un comportement passif de la part des investisseurs institutionnels, les plus importantes sont attribuées aux efforts en termes de temps et de coûts que nécessitent les interventions de collecte, de traitement et d'analyse des informations.

Conscients des coûts qu'impliquent les différentes formes d'activisme au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent, les gestionnaires de portefeuille ne sont portés à intervenir que s'ils ont la certitude de la rentabilité de leurs actions, de manière à obtenir des résultats tangibles qui se reflètent, à court ou moyen terme, dans la valeur ou le prix des actions de leur portefeuille. Ils accorderont ainsi une attention particulière aux cas affectant le plus directement les droits et les intérêts des actionnaires (Mallin, 1996). De même, leur activisme se traduira souvent par des interventions de nature réactive et ad hoc, plutôt que proactive et continue (Crête et Rousseau, 1997). Cette attitude pragmatique restreint l'ampleur de l'intervention des investisseurs institutionnels. Il convient de préciser du reste que les gestionnaires de fonds doivent assumer les coûts d'intervention à même leur rémunération, alors que la majorité des bénéfices revient à leurs clients (Coffee, 1991). La rémunération attribuée ne prévoit généralement que la couverture des dépenses permettant de s'acquitter des obligations minimales relatives à l'exercice des droits de vote. Au-delà de cette tâche, il devient plus difficile pour les gestionnaires de consacrer des énergies supplémentaires, surtout s'ils doutent de la rentabilité de leurs actions. Rappelons à ce titre les propos de cet investisseur institutionnel américain interrogé par O'Barr et Conley (1992) : « *external money managers rarely propose to do anything out of the ordinary. Their perception is that attention to corporate governance is unrelated to their incomes* »

À la lumière des différentes manifestations de l'activisme selon la littérature, on remarque que le comportement des investisseurs institutionnels se caractérise avant tout par une approche pragmatique qui tient compte à la fois des bénéfices et coûts pouvant résulter de leur intervention. Cette approche les amène ainsi à intervenir principalement dans les situations où ils sont assurés de gains nets ou de pertes à éviter, notamment dans les situations d'abus ou d'iniquité ainsi que dans le cas de décisions stratégiques ou de changements structurels importants qui risquent d'affecter la valeur de leurs portefeuilles. Les investisseurs institutionnels apparaissent donc généralement comme des actionnaires paisibles qui gardent l'œil ouvert et n'hésitent pas à se manifester au moment opportun en privilégiant surtout les interventions susceptibles de porter des fruits à court et moyen terme. Pour les entreprises, ces institutions représentent d'importants pourvoyeurs de fonds qu'elles ne peuvent ignorer. Face à cette puissance latente, les compagnies sont plus enclines à procéder de façon préventive par

des consultations informelles auprès des principaux investisseurs afin de s'assurer leur appui et de préserver leurs sources de financement pour l'avenir.

Alors même que l'activisme des investisseurs institutionnels est régulièrement invoqué afin d'expliquer les pressions de la financiarisation sur la direction des entreprises, on constate ici que l'intervention des gérants de fonds n'engendre pas nécessairement d'implication concrète dans la gestion. Seuls les objectifs de rendement de marché attendu par les gestionnaires de fonds peuvent constituer une exigence que les dirigeants de société internalisent en s'imposant eux même des taux de rendements qui influencent alors toute la gestion de l'entreprise. Alors que les fonds de pension pouvaient être considérés comme une forme de pouvoir exogène à la firme, l'adhésion généralisée des dirigeants face à l'internalisation de la menace potentielle des fonds de pension et les principes de création de valeur pour l'actionnaire engendrent une modification dans les rapports de pouvoir au profit des actionnaires et consacre dès lors la financiarisation par l'adhésion généralisé de nouvelles règles du jeu par toutes les parties. Cette légitimation contribue à faire de la finance une instance centrale d'évaluation.

1.2. En quoi les normes IFRS sont-elles un vecteur de la financiarisation ?

En juillet 2002, le Parlement Européen et le Conseil des Ministres de l'Union européenne entérinaient le projet d'adoption à partir de 2005 des normes de l'IASB en matières de comptes consolidés. Cette décision constitue un changement fondamental dans la vie des entreprises en ce qu'il prend acte des conséquences de la mondialisation par une sensibilisation à la protection des intérêts des investisseurs et en accordant la priorité au principe de *fair value*.

L'histoire de la comptabilité montre que celle-ci a toujours été intimement liée aux grandes évolutions économiques et sociales et que tout système comptable est amené à changer en fonction des attentes et des besoins des acteurs, de leurs rapports de force, de leurs conflits ou de leurs ententes. A ce titre, un système comptable est donc le résultat de constructions, de choix d'évaluation pouvant conduire à des chiffres différents. Cette représentation dépend de principes, de normes, de conventions, de règles susceptibles de combinaisons infinies et d'être modifiées au gré des exigences des acteurs et des volontés politiques ou des nécessités des évolutions économiques (Amblard, 2002).

A ce titre, les principes et les conventions comptables en vigueur qui variaient selon les pays et les époques ont considérablement été bouleversés suite au développement de la normalisation comptable internationale, mise en œuvre par l'IASB⁴. Cet organisme a pour objectif de développer, dans l'intérêt général, un ensemble unique de normes comptables de haute qualité, compréhensible et applicable en pratique, requérant une information transparente et comparable dans les états financiers afin d'aider les acteurs des marchés de capitaux mondiaux dans la prise des décisions économiques.

La transparence organisée par les normes de l'IASB est essentiellement tournée vers les investisseurs financiers. L'IASB n'a jamais fait mystère que son cadre conceptuel était destiné à privilégier les actionnaires, au prétexte qu'ils ont « *une connaissance raisonnable*

⁴ IASC : International Accounting Standards Committee.

des activités économiques et de la comptabilité et la volonté d'étudier l'information d'une façon raisonnablement diligente » (IASC, 1998). Les besoins des autres catégories d'utilisateurs ne sont pas ignorés, mais sont présumés être rencontrés si ceux des investisseurs sont satisfaits. Il existe donc un divorce entre la tradition de la normalisation comptable, qui s'efforçait de satisfaire les besoins d'information d'une large gamme d'utilisateurs et la philosophie explicite des normes IFRS, étroitement subordonnés aux intérêts des investisseurs qui font commerce de titres financiers et sont donc directement intéressés par une valorisation boursière journalière.

Au travers du développement de la normalisation comptable internationale, différents indices confortent la prise en compte dans les normes IFRS de la modification des rapports de pouvoir au profit de l'actionnaire et par conséquent du phénomène de financiarisation.

L'IASC a été créée en 1973 et se constitua par un regroupement des organisations professionnelles de comptables. Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, l'IASC se développa en marge d'une harmonisation européenne des référentiels comptables, conduite sous des légitimités étatiques. La sortie de la quatrième directive européenne en 1978 sur la présentation et le contenu des comptes annuels des sociétés de capitaux et de la septième directive en 1985, sur les comptes consolidés, laissent dans l'ombre les travaux de l'IASC, qui peinait à se faire connaître.

Ne disposant d'aucun pouvoir politique reconnu, l'IASC a recherché à augmenter le nombre de ses adhérents en fédérant progressivement un grand nombre d'organisations professionnelles de pays différents. Des efforts furent déployés pour faciliter la participation de pays en voie de développement (notamment ceux de culture comptable anglo-saxonne⁵). L'influence historique anglo-saxonne dans le processus de création des normes comptables internationales est à mettre en lien avec le modèle anglo-américain de gouvernance actionnariale.

Dans la première période de vie de l'IASC, les normes IAS comprenaient un nombre important d'options, qui permettaient aux acteurs des différents pays de retrouver globalement leur conception nationale. En soi, au travers de ses membres, l'IASC ne disposait en effet d'aucun pouvoir de réglementation. Pour les sociétés appartenant à des pays d'Europe continentale, ces normes servaient ponctuellement de référence lorsqu'elles permettaient de pallier le « silence » des textes réglementaires nationaux sur la comptabilisation de certaines opérations économiques. Ce fut notamment le cas pour des problématiques relevant de l'élaboration des comptes consolidés ou de champs plus complexes, tels que les instruments financiers.

A partir du début des années quatre-vingt, l'IASC rechercha activement un organisme supranational de rattachement. Sa reconnaissance par l'IFAC⁶ en 1982 lui apporta une visibilité nécessaire mais non suffisante. L'IASC trouva son salut auprès de l'OICV⁷. Cette organisation regroupe toutes les autorités de marché au niveau mondial, dont la SEC⁸. La

⁵ On note une importante représentation des anciens pays du Commonwealth qui s'accroît avec l'arrivée en 1974 de l'Inde, de la Nouvelle-Zélande, en 1979 de l'Afrique du Sud.

⁶ IFAC : International Federation of Accountants.

⁷ OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs.

⁸ SEC : Securities and Exchange Commission

reconnaissance de l'OICV signifiait donc que toute entreprise désirent lever des fonds sur les marchés financiers devrait établir des comptes selon les normes IAS.

En janvier 1989, un premier tournant s'opéra avec la déclaration d'intention de « comparabilité des états financiers » qui marqua le début de la révision des normes en vigueur. Parmi les nombreuses options qui caractérisaient les normes IAS, l'une d'entre elles devait être fortement préconisée (benchmark treatment), une autre serait éventuellement permise, les autres options devant être supprimées. La même année, l'IASC se dota d'un cadre conceptuel très proche de celui de l'organisme de normalisation américaine, le FASB⁹, définissant la finalité de l'information comptable: celle d'informer prioritairement les investisseurs¹⁰ qui ont des besoins spécifiques d'information centrés sur l'analyse de la valeur pour les actionnaires. Cette conception était légitimée par le raisonnement implicite suivant: les actionnaires, détenteurs des droits de contrôle résiduels, en cherchant à maximiser leur surplus, maximisaient par le fait même la probabilité que les autres parties prenantes, qui possédaient sur eux un droit d'antériorité, obtiennent ce à quoi ils pouvaient s'attendre en vertu du contrat qu'ils avaient passé librement avec l'entreprise. L'existence du marché était en outre garante d'une possibilité de contracter différemment. Les bases théoriques contractuelles ici invoquées considéraient donc a priori que tous les contractants se trouvaient sur un pied d'égalité et négligeaient donc que la capacité d'un cocontractant à pouvoir se passer de l'échange lui donne un pouvoir de négociation supérieur.

Un second tournant impulsa véritablement une démarche de normalisation et non plus d'harmonisation. Il fut opéré en 1995, lorsque l'IASC s'engagea à réaliser d'ici à 2000 un corps complet de normes comptables en échange d'une véritable reconnaissance officielle par l'OICV. L'IASC se dota progressivement de structures ad hoc (comités consultatif de normalisation, comités d'interprétation, procédure formalisée d'élaboration des normes comptables...) avant d'adopter, en avril 2001, une structure calquée sur celle du FASB et de devenir l'IASB. A un conseil constitué de membres, délégués de leur pays d'origine et représentants des professions comptables nationales, allait se substituer un conseil composé de 14 « *professionnels* » à temps plein, « *choisis en raison de leur expertise* », et nommés par 19 trustees rattachés à une fondation (IASC). Les normes comptables internationales (IAS) devenaient, à compter de cette date, des normes de « *compte rendu* » d'informations financières (IFRS). En suivant une approche normative fondée sur les principes, à l'instar des normes comptables américaines, 41 normes IFRS furent adoptées.

Le recours aux normes IFRS permet à l'Union Européenne de réaliser rapidement l'unification des pratiques sur le champ comptable - La réflexion européenne sur la comptabilité s'étant arrêtée avec la 4^{ème} et la 7^{ème} directives, en annonçant que les groupes cotés devront publier leurs comptes consolidés en adoptant le référentiel de l'IASB, à compter du premier janvier 2005. La commission européenne imposa l'IASB dans son rôle de normalisateur et ce malgré les controverses des normes IFRS 32 et 39 relatives aux instruments financiers¹¹.

Le rôle de l'IASB a ainsi évolué d'un acteur favorisant l'harmonisation comptable internationale (la recherche d'équivalence entre des pratiques qui peuvent être différentes), à un acteur porteur d'un processus de normalisation qui suppose une uniformité des règles.

⁹ FASB: Financial Accounting Standards Board

¹⁰ IASB, « cadre pour la préparation et la présentation des états financiers », 1989

¹¹ relatives à l'application de la juste valeur et de la comptabilité de couverture.

Cette normalisation comptable s'inscrit dans la perspective de comparabilité des états financiers. Notons cependant que le maintien d'un certain nombre d'options, qui peuvent être interprétées comme des concessions opérées, soulève toutefois des interrogations sur l'atteinte effective de cet objectif. C'est le cas de l'option de juste valeur. Le référentiel IFRS est constitué de normes fondées sur des principes généraux et sur les objectifs assignés à l'information financière contenus dans le cadre conceptuel. Dans les normes IFRS, c'est l'esprit qui prime sur la lettre, ce qui donne à l'interprétation un rôle central dans le fonctionnement du système. Il y a obligation pour les préparateurs et les auditeurs d'analyser, de prendre du recul et de s'assurer que le traitement comptable envisagé est cohérent avec les principes sous-jacents. Le jugement professionnel du praticien est central dans l'application des normes. On peut dès lors considérer que l'interprétation a autant d'autorité que la norme elle-même. L'approche par les principes est également moins confortable pour les professions de l'audit qui sont davantage exposées que dans le référentiel américain fondé sur les règles. La mise en œuvre des normes IFRS implique un risque de développement de conflits d'interprétation. Or, pour les pays qui appliquent les IFRS, il n'existe pas aujourd'hui de véritable instance d'interprétation indépendante de l'IASB.

Plus fondamentalement, le projet IASC/IASB, qui s'est progressivement construit à travers les étapes que nous avons développées, a apporté des réponses aux demandes d'harmonisation comptables portées par :

- Les grands groupes en raison du développement de la mondialisation : la multiplication de normes comptables pour leurs différentes filiales fragilisaient la consolidation de leurs comptes en générant de nombreux risques et en créant des surcoûts comptables et organisationnels,
- Les marchés financiers en raison de leur interconnexion et de leur recherche d'harmonisation des normes de présentation des sociétés cotées,
- Les cabinets d'audit : une normalisation mondiale permet en effet une limitation des risques, une rationalisation des méthodes d'audit et un renforcement de leur rôle de « conseil ».

Finalement le processus d'acceptation de ces normes, processus éminemment politique, a permis de répondre aux exigences posées par la mondialisation financière. La généralisation des normes comptables américaines US GAAP, trop proches du pouvoir financier américain, étant politiquement difficile, l'IASB est apparue comme une alternative « indépendante » et « acceptable ».

1.3. Les risques liés à la mise en place des normes IAS/IFRS dans les entreprises

Le référentiel IFRS comporte des limites significatives. En premier lieu, il offre des opportunités de manipulation des données comptables en raison de la marge d'interprétation liées à la flexibilité des normes. Il incite a priori les dirigeants à choisir le traitement documenté qui reflète la substance économique des opérations. Cependant, ils peuvent aussi user de leur capacité d'interprétation pour choisir un traitement qui s'éloigne plus ou moins de la substance économique, à charge pour eux de convaincre les auditeurs du bien fondé de leur

interprétation. Dans le cas de la gestion des immobilisations, les processus sont automatiques : on définit au départ des durées et des modes d'amortissement selon les immobilisations et la mécanique est enclenchée une fois pour toutes, sans intervention ultérieure. Les IFRS introduisent un raisonnement complètement différent. On va désormais chercher à savoir si la dépense va générer des flux de trésorerie futurs et le mode d'amortissement devra refléter la vitesse à laquelle les avantages économiques futurs liés à l'actif seront consommés. Par ailleurs, l'introduction de l'approche par composants obligera à introduire des différences d'amortissement entre les divers éléments qui composent un même actif corporel pour rendre compte de leurs durées d'utilité respectives. Les charges d'amortissement ne seront plus fixes et la gestion des immobilisations nécessitera de repenser tous les outils de pilotage. L'intégralité de la chaîne de gestion devra être revisitée autour de l'idée d'un décloisonnement et de remaniement du découpage organisationnel des groupes : sectorisation et UGT (Unités Génératrice de Trésorerie). Les choix faits par les groupes comporteront des marges de manœuvre mais tous les éléments faisant appel au jugement devront être documentés. La qualité du dialogue avec le réviseur d'entreprise et l'analyste financier deviendra donc déterminante. La définition des secteurs amènera les entreprises à se positionner par rapport aux risques concurrentiels éventuels. Ce sera le cas d'une société cotée qui a pour concurrents des sociétés non cotées. L'application des normes IFRS engendrera donc la création d'une structure IFRS de la firme. Cette structure choisie en matière de découpage et de management devra être bien pensée pour permettre un fonctionnement ultérieur conforme.

Outre ses difficultés, l'application des normes peut remettre en cause les principes de comparabilité et de fiabilité des états financiers. L'activité d'interprétation étant essentielle dans l'approche normative sous-jacente aux IFRS, il existe un risque sérieux d'application des normes différentes dans le temps et dans l'espace. Ainsi de façon paradoxale, l'application des IFRS peut conduire à une moindre comparabilité alors que celle-ci constitue un des objectifs majeurs pour l'IASB et la communauté financière. La mise en œuvre des IFRS pourrait donc introduire de nouvelles difficultés d'évaluation. On peut illustrer cela avec les incertitudes liées aux méthodes employées pour évaluer la perte de valeur ou non des goodwill (impairment test) ainsi que l'utilisation d'un système mixte relatif aux principes d'évaluation (coût historique vs. juste valeur) qui aura certainement pour conséquence une grande difficulté à comparer les bilans de deux entreprises même voisines.

Une deuxième limite du référentiel IFRS est le risque de volatilité accrue des résultats, notamment à travers l'utilisation de la juste valeur pour l'évaluation des actifs et des passifs. Derrière la mise en application de ce type d'évaluation, il faut voir la domination des marchés financiers qui sont plus pilotés par la liquidité¹² que par l'évaluation, phénomène lui-même amplifié par « le marché des opinions » (Charron, 2004). Orléan (2004) formalise cette idée de la façon suivante : dans une situation d'incertitude radicale, les anticipations et préférence des intervenants sur les marchés financiers n'ont aucun fondement objectif et les comportements se polarisent par mimétisme. Il est dès lors pertinent de considérer les marchés financiers comme un dispositif collectif produisant de la valorisation, c'est-à-dire une opinion commune sur la valeur de l'entreprise, mais pas nécessairement une évaluation « vraie ». Cette limite amène à se demander si c'est à la comptabilité de remplir la fonction d'évaluation fondamentale ou intrinsèque des capitaux, qui est, en théorie, dévolue aux

¹² A ce titre, notons que les sociétés de bourse sont pour la plupart rémunérées par la multiplication des mouvements sur les titres.

marchés financiers considérés comme efficaces. Or le fonctionnement concret de ces marchés et ses limites (notamment la forte volatilité, la prépondérance de la fonction de liquidité par rapport à la fonction de valorisation des titres) montrent que cet espace d'évaluation fondamentale est souvent abandonné aux états financiers.

De façon plus générale, il y a deux fonctions de la comptabilité qui s'opposent: d'un côté, une fonction d'évaluation, qui est dominante dans le référentiel IFRS, où la substance des opérations doit primer sur leur forme et où la comptabilité doit délivrer des informations pertinentes pour les investisseurs boursiers; d'un autre côté, une fonction de reddition des comptes qui privilégie le principe de prudence à l'application de la juste valeur, le principe de fiabilité au principe de pertinence et qui permet des comparaisons plus aisées. La fonction de reddition a longtemps été privilégiée car elle permettait aux créanciers de se forger une opinion prudente sur la solvabilité des entreprises.

Enfin, malgré les innovations comptables introduites par les IFRS, ces normes, même dans leur application concrète, auront toujours de la peine à appréhender l'évaluation des éléments incorporels, principalement composé de l'intelligence organisationnelle, des connaissances et des compétences développées en interne (Lazonick et O'Sullivan, 2001). L'évaluation de ces actifs immatériels, qui pour la plupart sont les plus contributeurs de valeur, devront être chaque année révisée en fonction de la valeur de marché des éléments qui les composent. La vocation de ces actifs ne sera donc plus de concourir à une incorporation ou consolidation durable d'une capacité industrielle intégrée tout en prenant en compte la construction des compétences, la capacité de la firme à innover, à créer des opportunités d'investissement et à modifier sa perception de l'environnement. La mise en place des normes IFRS entraînera plutôt une séparabilité potentielle des éléments, porteuse d'éventuels produits de cession à venir, qui permettra la révélation de leur valeur. Cette méthode d'évaluation suggère que la firme n'est rien d'autre qu'une somme d'actifs revendables et que leur combinaison et leur mise en œuvre n'apporte aucune valeur.

2. FINANCIARISATION ET BESOIN EN INFORMATIONS NON-FINANCIERES

La financiarisation se présente comme un phénomène macroéconomique qui fait prévaloir le rôle des actionnaires (en particulier celui des investisseurs institutionnels) dans l'économie mondiale. Leur activisme et leur poids dans les choix économiques des entreprises y est dénoncé comme le facteur d'une instabilité caractéristique de ce nouveau régime de croissance. Le corollaire, au plan microéconomique, de cette financiarisation est la nécessité d'une meilleure information financière sensée garantir une meilleure efficacité des marchés financiers. Pour cette raison, la *Corporate Governance* se présente comme le cadre qui traduit la prééminence de la valeur actionnariale dans les entreprises. L'exigence essentielle de la *Corporate Governance* est l'exigence de transparence de l'information financière. Cette exigence trouve son origine dans la théorie de l'agence et se traduit concrètement dans la recherche d'une plus grande diffusion de l'information et la volonté de son uniformisation tant sur le plan de sa quantité (car elle doit être diffusée pour tous de manière identique) que de sa qualité (car les IFRS en sont l'étalon et ont vocation à uniformiser et standardiser l'information comptable et financière pour faciliter la comparabilité). Ainsi, selon les termes de W. Crist (1997), « *la pression exercée par les grands fonds de pension sur la direction des entreprises afin de fournir une plus grande transparence des normes comptables uniformes, une information totale, un audit indépendant, une communication fluide avec les détenteurs d'actions et tant d'autres règles de conduite ne sont autre chose qu'un exercice prudent des responsabilités inhérentes à un propriétaire* ».

Les IFRS répondent en cela au besoin paradigmatique d'efficacité des marchés financiers. Mais en négligeant les éléments incorporels de l'entreprise et en introduisant de manière large les fluctuations du marché dans sa valorisation comptable, la comptabilité modifie son évaluation au risque d'une perte d'information (la valorisation par les entreprises de leurs dettes et créances apporte une information supplémentaire aux analystes par rapport à une valorisation marchande externe et publique). En effet, les analystes attachent une grande importance aux indicateurs de gestion financiers annoncés par les entreprises (malgré les réserves que l'on fait habituellement sur les manipulations possibles des résultats financiers) qu'ils utilisent pour juger de la performance économique de l'entreprise (Gillet, 1998).

Pour analyser l'impact des normes IFRS sur l'information des investisseurs (et par conséquent sur leurs éventuels besoins), il convient de comprendre les méthodes employées par les investisseurs pour décider d'acheter ou vendre un titre. Le travail des investisseurs consiste à vendre un titre lorsqu'ils anticipent une baisse et à acheter lorsqu'ils anticipent une hausse. Pour cela, ils s'appuient sur des modèles d'évaluation qui leur permettent d'être guidés dans leurs choix. Ces modèles servent à faciliter une prise de décision rapide et limitant autant que possible les risques de perte. Ces modèles sont adaptés par les institutions financières qui les utilisent mais reposent tous sur des principes communs.

2.1. Les outils de la prise de décision sur les marchés financiers

Afin de décider d'acheter ou de vendre certains titres, les investisseurs s'appuient sur des méthodes qui leur permettent d'anticiper l'évolution du cours de l'action. Ces méthodes

reposent sur des principes différents et divergents. La méthode des fondamentaux repose sur la recherche de la valeur réelle de l'entreprise et la méthode chartiste s'appuie sur l'évolution passée des cours. Chacune de ces méthodes d'aide à la décision constitue un modèle de décision qui peut être appliqué directement sous cette forme mais qui peut aussi être combiné avec l'autre.

Le modèle de décision fondamentaliste repose sur l'hypothèse économique¹³ que les acteurs des marchés financiers, par leur intervention d'achat et de vente sur les actions des entreprises cotées, assurent la cohérence entre la sphère économique réelle et la sphère financière : c'est à dire entre la valeur de l'entreprise (dite valeur fondamentale) et la valeur boursière de l'entreprise, c'est à dire le cours de l'action. Ils achètent donc les actions des entreprises qu'ils estiment sous-évaluées et vendent les titres des entreprises qu'ils estiment surévaluées. Pour utiliser le modèle de décision fondamentaliste, l'investisseur doit avoir une idée de la valeur réelle de l'entreprise¹⁴. Cette valeur réelle est évaluée à partir de données internes ou externes, issues d'analyses comptables et de rapports financiers.

Cette évaluation peut se faire en référence à des transactions déjà réalisées : on observe alors un prix de marché et on le transpose à l'entreprise observée. Ces méthodes s'attachent donc à trouver les caractéristiques communes qui permettent de rapprocher une entreprise d'une autre (sur le plan de l'évaluation). Ainsi, on observe par exemple que telle entreprise s'est vendue x fois son chiffre d'affaire, et on applique ce coefficient au chiffre d'affaire de l'entreprise que l'on souhaite évaluer. Il existe d'autres méthodes basées sur le ratio prix/bénéfice (dit P/B ou PER c'est à dire Price Earning Ratio). Ici, l'hypothèse qui sous tend ce modèle est que le cours mesure la capitalisation du bénéfice : il exprime le cours « théorique » de l'action comme un multiple du bénéfice par action. Une dernière méthode d'évaluation s'appuie sur le calcul de la valeur de remplacement : l'entreprise est alors évaluée en fonction des éléments de son patrimoine, cette méthode a notamment entraîné, dans les années quatre-vingts aux États-Unis, une vague de rachats d'entreprise pour les revendre « par appartements » c'est à dire les liquider en vendant tous les actifs possibles lorsque le cours était inférieur à la somme de ces actifs plutôt que d'attendre que le cours de l'action remonte du fait de sa sous-évaluation.

Les difficultés des méthodes comparatives sont dues aux caractères spécifiques des entreprises : la comparaison est différente selon les lieux, l'activité, le moment de ces comparaisons. C'est pour cette raison qu'elles peuvent être combinées avec d'autres méthodes destinées à anticiper les cours futurs d'actions. L'approche patrimoniale ne se confond pas avec l'évaluation comptable stricte : elle traite les entreprises comme des collections d'actifs indépendants. Pour évaluer ces actifs, elle doit souvent s'appuyer sur les méthodes actuarielles, comparatives ou même sur des études empiriques à partir de prix de marché constatés.

Le β des actions est déduit de façon empirique à partir des observations faites sur le titre, sa volatilité, la variation de ses cours. Ces modèles sont fortement présents dans les salles de

¹³ Cette hypothèse est celle de l'efficience des marchés financiers. Selon les modèles économiques, cette efficience est dite forte ou semi forte. Bien qu'étant au fondement de l'analyse des marchés financiers et que constituant l'hypothèse fondatrice de l'évaluation fondamentaliste, elle fait l'objet d'après discussions quant à sa réalité (Cobbaut, 2004).

¹⁴ Ces méthodes sont décrites de manière approfondie par Batsch (1999) dans son chapitre « méthodes comparatives et patrimoniales ».

marché et servent d'outils à la décision (Tadjedine, 1996). Ils servent à mesurer le risque spécifique à chaque titre : le coefficient β est la mesure du risque pris par le investisseur lorsqu'il intervient sur un titre. Ils constituent la base du contrôle exercé par la banque (back office) sur les décisions financières prises par les traders (front office).

Le principal défaut de ces modèles est qu'ils sont défaillants dès qu'intervient une discontinuité résultant d'un choc exogène non anticipé. Leur caractère prévisionnel est limité à un monde figé. Le deuxième défaut de ces modèles est que le coefficient β , qui est l'essence de ces modèles est très difficile à déterminer en pratique pour chaque entreprise. C'est pour cette raison que ce type de modèle n'est pas utilisé exclusivement mais combiné par exemple à un modèle fondamentaliste qui permet de mieux apprécier les spécificités de chaque entreprise, malgré les difficultés et les limitations de cet exercice. Toutefois, tant que l'environnement économique reste stable, et compte tenu de la dimension autoréférentielle des marchés financiers¹⁵, la règle de décision chartiste est profitable pour l'investisseur : que les cours antérieurs d'une action soient ou non un critère valable d'anticipation de sa valeur future, si tous les investisseurs utilisent ce modèle de décision, ils anticiperont tous la même évolution. Par exemple, s'ils anticipent une hausse du cours d'une action, ils achèteront tous de ces actions, ce qui fera monter le cours et réalisera leur prévision.

Ces outils d'aide à la décision sont largement utilisés par tous les investisseurs, mais ils le sont en combinaison avec d'autres moyens d'informations comme les notes, les informations externes et la connaissance des marchés.

2.2. Les moyens de l'évaluation non financière

En dehors des modélisations utilisées pour anticiper l'évolution du cours d'une action, les investisseurs utilisent, pour prendre leurs décisions d'achat ou de vente d'un titre, des informations issues de travaux d'analystes, de conversations informelles, d'informations sur le contexte économique général ou sectoriel et des informations issues des entreprises elles-mêmes (Galanti, 2006).

L'évaluation d'une entreprise par les investisseurs ne se fait pas seulement « à distance » : la croissance de l'activisme des actionnaires (Davis, Lannoo, 1997), liée à l'investissement de long terme des grands fonds de pension va de pair avec un contrôle accru de la mise en œuvre des stratégies des entreprises (Crist, 1997 et Thomas, 1997). Ce contrôle repose sur la recherche d'information, notamment *via* les *road shows* qui sont des réunions durant lesquelles les investisseurs viennent recueillir de l'information financière et non-financière auprès des entreprises qui les organisent. Ces grandes opérations de communication s'insèrent dans la logique des principes de Corporate Governance. La raison de l'approfondissement de ces investigations quant à la consistance de la stratégie de moyen et long terme de l'entreprise

¹⁵ « Ces remarques conduisent à souligner la dimension autoréférentielle des marchés financiers. Un système autoréférentiel se définit par le fait que la grandeur par rapport à laquelle est évaluée la position des différents éléments le composant n'est pas une norme extérieure, comme dans les structures hétéro-référentielles, mais le produit même de l'interaction des stratégies élémentaires. Il s'ensuit que cette grandeur de référence est définie circulairement. Ainsi, [...], l'opinion moyenne est simultanément le résultat des anticipations individuelles et l'objet qui sert de base à la détermination de ces mêmes anticipations. » (Orléan 1989)

réside dans la durée d'investissement des fonds de pension dans les entreprises. Cette durée est de deux à quatre ans, avec des valeurs extrêmes de 18 mois à 5 ans (Morin 1999, Maréchal 1998). Ce ne sont donc pas des investissements de long terme mais ce ne sont certainement pas non plus des investissements de court terme. Les fonds de pension ne pratiquent pas d'aller-retours rapides et spéculatifs : ils pratiquent une gestion financière classique, investissant des sommes importantes pour des durées assez longues, réalisant leurs bénéfices au bout de 3 ans (en moyenne). Le départ d'un fonds de pension de l'actionnariat d'une entreprise est généralement suivi de l'investissement d'un autre fonds dans ce même capital, il n'y a donc pas à craindre de puissants effets déstabilisateurs lorsqu'un fonds décide de vendre ses titres.

À ces réunions un peu convenues qui ont lieu en général deux fois par an s'ajoutent les réunions en face à face qui sont de véritables évaluations des stratégies des entreprises et qui sont menées par des analystes des fonds de pension. Ainsi, comme le relate Morin (1999) : « *Fidelity, premier gestionnaire pour tiers au plan mondial, annonce par exemple avoir réalisé 24500 visites d'entreprises aux USA et 6500 en Europe. Ce type de réunion, qui va au-delà d'une évaluation classique et de recherche de d'informations publiques, reflète l'intérêt soutenu des gestionnaires de fonds vis-à-vis des directions d'entreprises. Il semble bien que les investisseurs ont, au moins à ce titre, une volonté de présence et de connaissance de l'entreprise qui se projette au-delà de ce que peut exiger la mise en place d'une politique purement indicielle de gestion des actifs.* ».

Les sources de cette information sont multiples et ont été identifiées par une enquête de Mavrincac et Siesfeld (1998). Les sources privilégiées de l'information non financière sont notées sur une échelle de 1 à 7 :

Source	Score moyen
Présentations par les dirigeants (<i>Road Show</i>)	5,54
Renseignements fournis par les entreprises (par enquête)	5,34
Analystes externes	4,82
Concurrents	4,77
Presse professionnelle	4,56
Responsable de la communication avec les investisseurs	4,56
Clients	4,55
Analystes internes	4,53
Presse financière	4,51
Réseaux informels	4,27
Agences de classement indépendantes	3,99
Associations professionnelles	3,93
Information en ligne (Internet)	3,77

Source : Mavrincac & Siesfeld 1998.

La variété des sources d'information utilisées montre que les investisseurs institutionnels sont prêts à investir en temps et en argent pour avoir une information pertinente et fiable. Afin de dépasser les informations distribuées par les entreprises à travers leurs comptes et bilans, les investisseurs pressent de questions les dirigeants des entreprises pour connaître la réalité de leurs engagements de long terme. En effet, ils souhaitent investir dans des entreprises dont la pérennité et la croissance leur paraissent assurées : « *Les fonds recherchent comme critère*

d'investissement l'affirmation par la firme d'un projet stratégique de moyen et long terme crédible (avec beaucoup d'humour, un chef d'entreprise m'a expliqué à propos de cet argument que bien souvent dans les road shows, des investisseurs comme Templeton ou Fidelity pourraient, en raison de leurs questions, être remplacés par la CGT ou la CFDT) » (Morin 1999). Les investisseurs essaient de déterminer si l'on peut faire confiance aux dirigeants pour mettre en œuvre une stratégie de long terme compatible avec leurs intérêts et pour cela, ils s'appuient largement sur des informations non financières dont il convient de déterminer le poids.

Les facteurs non financiers pris en compte par les investisseurs

L'enquête de Mavrillac et Siesfeld (1998) avait pour but d'analyser le poids des facteurs non financiers dans les prises de décision des acteurs des marchés financiers, d'en déterminer les plus importants et les sources. Cette étude s'appuie sur une enquête auprès de 275 gestionnaires de portefeuille américains (ce qui représente 14% de cette profession) de tout types d'institutions financières (fonds de pension, assurance, banque) et l'analyse du contenu de 300 rapports d'analystes indépendants.

L'importance du rôle des informations non financières dans les décisions des investisseurs suscite des interrogations quant aux informations considérées comme significatives pour la décision. Cette enquête classe par ordre d'importance ces informations :

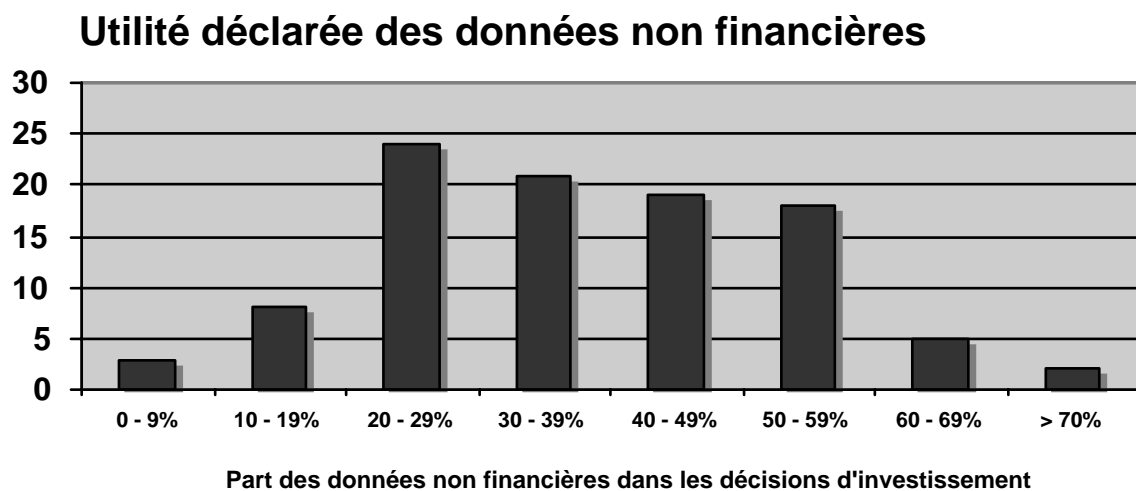
Type de critère	Critère non financier	Rang
Qualité du management	Mise en œuvre de la stratégie	1
	Qualité de la stratégie	3
	Expérience du management	7
	Qualité de la politique organisationnelle	16
	Style de direction du PDG	24
Efficacité du développement des nouveaux produits	Leadership technologique	9
	Efficience du développement des nouveaux produit	14
	Temps de renouvellement de la gamme	17
	Pourcentage du CA du aux nouveaux produits	20
Poids sur le marché	Capacité d'innovation	4
	Cours de l'action	6
	Image de la marque	13
	Poids du marketing et de la pub	21
	Capacités globales	22
Politique d'emploi	Capacité à attirer et à retenir des gens talentueux	5
	Qualité de la force de travail	18
	Qualité du système d'incitation à la performance	23
	Qualité de la formation interne	28
	Turn over des employés	30
	Politique sociale et d'environnement	37
Efficacité de la politique d'incitation des cadres	Correspondance entre les rémunérations et les intérêts des actionnaires	8
	Politique salariale basée sur les performances	12
	Ratio (Rémunérations du PDG/Rémunérations du personnel)	39
Qualité de la communication avec les investisseurs	Crédibilité du management	2
	Accessibilité du management	26
	Qualité de la direction	29
	Connaissance et expérience des contacts et relations avec les investisseurs	31
	Qualité des données publiées	34
Qualité des produits et services	Qualité des principaux processus de production	10
	Qualité perçue par les clients	15
	Taux de défaut ou d'échec	25
	Durée de vie du produit	27
	Récompense qualité du produit	35
	Récompense qualité de production	36
Niveau de satisfaction des clients	Indice de satisfaction des clients	11
	Niveau de réachat	19
	Nombre de plaintes de clients	32
	Qualité du service clientèle	33

Source : Ernst & Young LLP 1997.

Ces données ont été classées sur une échelle de 1 à 7, seulement six sur les 39 critères ont reçu une note moyenne inférieure à 4.

Les informations non financières constituent, de l'avis des gestionnaires de portefeuille interrogés, des indicateurs importants pour leur permettre de juger du fonctionnement interne des entreprises et de l'application réelle de leur stratégie. L'importance donnée aux informations non financières par les investisseurs faisait partie des questions posées : pour 25% des investisseurs, les facteurs non financiers influencent pour plus de 50% leur décision, pour 60% d'entre eux, cette influence représente entre 20 et 50%. En moyenne, 35% de la décision d'investissement est dirigée par des données non financières. Ce chiffre va jusqu'à 67% si l'on inclut dans les données non financières l'image de l'entreprise (Greene 1998, qui a travaillé sur les données de l'enquête de Mavrillac & Siesfield 1998).

Ces données sont largement confirmées par l'enquête menée par Andrieu et Frotée (1998) sur les enjeux de la quantification des immatériels dans la valorisation des entreprises :



Dans cette même enquête, il apparaît qu'un certain nombre d'informations non financières sont particulièrement importantes pour les investisseurs. Sur les indicateurs paraissant importants pour plus de 90% des investisseurs interrogés, trois sur cinq sont financiers, tandis que si l'on considère ceux qui sont importants pour plus de 80% des investisseurs, cinq sur dix sont non financiers.

Indicateurs Financiers (F) / Non Financiers (NF)	Importance de l'indicateur
Croissance du marché (NF)	92%
Bénéfice (F)	92%
Investissements (F)	90%
Nouveaux produits (NF)	90%
Flux de trésorerie (F)	90%
Objectifs stratégiques (NF)	86%
Qualité des produits (NF)	84%
Investissement R&D (F)	84%
Coût de production (F)	84%
Part de marché (NF)	82%
Données par division (F)	77%
Production du travail (NF)	73%
Fidélisation client (NF)	64%
Productivité R&D (NF)	61%
Propriété intellectuelle (NF)	59%
Satisfaction client (NF)	57%
Qualité processus industriel (NF)	55%

La diversité des éléments considérés comme déterminants dans l'analyse de la situation économique d'une entreprise montre que les investisseurs s'appuient sur une multitude d'indicateurs pour décider de la gestion de leurs avoirs. Les informations non financières permettent de dépasser une analyse superficielle de l'entreprise (car limitée par le prisme de la comptabilité, même si elle est experte et techniquement sophistiquée) en intégrant les éléments liés à sa stratégie et à son organisation ainsi qu'aux composantes immatérielles de son actif. La focalisation des gestionnaires de fonds sur le rendement à court terme des investissements relève plus de la représentation sociale que de la pratique concrète : les attentes des investisseurs ne peuvent être résumées à l'exigence d'un niveau de retour sur investissement qui serait supérieur à la performance globale du marché. Le poids et la diversité des composantes du portefeuille des grands investisseurs institutionnels ne leur permettrait que très difficilement de sur-performer le marché.

Pour conclure : la nécessité des informations non financières

La pression exercée par les investisseurs à travers les *road shows* et les enquêtes correspond à une recherche d'information permettant d'exercer un contrôle accru sur les entreprises. Cette pression est le résultat d'un durcissement des exigences en termes de *Corporate Governance* qui s'accompagne d'un poids accru de l'information destinée aux investisseurs à travers la comptabilité et les audits notamment (Imhoff, 2003). Elle se traduit par la volonté pour les investisseurs d'évaluer non seulement la valeur financière de l'entreprise à travers la comptabilité, ce qui se traduit dans l'évolution des normes comptables avec les IFRS, mais aussi par la volonté d'obtenir une information susceptible de compléter les limites de l'information issue de la seule comptabilité.

En effet, la performance des analystes est fonction non seulement de la qualité de l'information financière qui leur est fournie, mais aussi de connaissances non financières. Il a été montré que la précision des estimations d'un analyste augmente notamment, toute chose égale par ailleurs, avec son expérience de la société étudiée, et décroît, toute choses égales par ailleurs, avec la diversité industrielle et géographique des sociétés suivies (Mangot, 2005). L'expérience des entreprises étudiées résulte d'une connaissance non financière du fonctionnement de l'entreprise à travers ses décisions et réactions antérieures. De même, les informations sur les particularités locales et/ou sectorielles (qui relèvent elles aussi de l'information non financière) constituent une source de différenciation de la performance des analystes. Si l'information non financière apparaît comme un moyen d'amélioration de la précision des prévisions des analystes, elle est parfois le moyen à privilégier pour l'analyste : dans le cas des entreprises en croissance rapide (nouvellement créées ou non), les indicateurs financiers sont insuffisants pour construire une analyse à même de guider avec fiabilité les investisseurs. Dans ce cas, ce sont des indicateurs non financiers qui permettront, mieux que les indicateurs financiers, de donner un avis sur les potentialités de l'entreprise et sur l'opportunité ou non de participer à son capital (Black, 2003).

La consultation lancée par l'IASB à propos des *management commentaries* en octobre 2005 s'est terminée en janvier 2007 et a conduit l'IASB à se lancer vers une nouvelle étape de son processus d'élaboration de règles. Malgré la réticence des professionnels de l'audit et de la comptabilité (61% d'entre eux souhaitent que ces *management commentaries* ne soient pas obligatoirement adjoints au rapport financiers, notamment à cause des risques liés à la certification de ce document, même si l'exemple allemand montre que cela est possible), l'IASB est consciente de l'importance de construire le cadre d'un rapport qui viendrait préciser l'information financière. Ainsi, paradoxalement, le mouvement de financiarisation de l'information économique qui semblait s'amorcer avec l'adoption des normes IFRS conduit, du fait de sa volonté affichée d'améliorer l'efficacité des marchés financiers, à valoriser l'information non financière et par conséquent des éléments de la stratégie de l'entreprise qui ne semblent pas directement liés au rendement à court terme des actions de ces entreprises (Boyer, 2002 montre l'impact négatif des licenciements sur la performance boursière et sur la performance économique des entreprises). Plusieurs études montrent en effet que c'est la cohérence entre les informations financières et les informations non financières issues de rapports spécifiques adjoints aux rapports financiers qui est la plus utile aux investisseurs (Clinch & Magliolo, 1992 ; Lajili & Zhegal, 2005 ; Bryan, 2005 ; Cole & Jones, 2005) pour former leur jugement avec les meilleures chances de succès dans leur gestion de portefeuille à moyen et long terme.

BIBLIOGRAPHIE

AGLIETTA M., 1997, *Régulation et crises du capitalisme*, 2ème édition, Paris, Odile Jacob (1ère ed. 1976).

AMBLARD M., 2002, *Comptabilité et conventions*, L'Harmattan, Paris.

ANDERSEN D., MELANSON S., 2005, "L'information non financière des sociétés: le défi du 21^{ème} siècle", *Avantages*, octobre, texte adapté par Pierre St-Laurent, pp. 25-26.

ANDRIEU M., FROTIEE P., 1998, "Valeur actionnariale et immatériels", *Analyse financière*, n°116.

BARTON J., MERCER M., 2005, "To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance", *Journal of accounting and economics*, 39, pp 509-533.

BATSCH L., 1999, *Finance et stratégie*, Economica, Collection gestion, série Politique générale, finance et marketing.

BEFFA J-L., BOYER R., TOUFFUT J-P., 1999, « Les relations salariales en France : Etat, entreprises, marchés financiers », *Notes de la fondation Saint-Simon*, n° 107.

BLACK B., 1998, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in Newman P. ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press.

BLACK E., 2003, "Usefulness of financial statement components in valuation: an examination of start-up and growth firms", *Venture capital*, vol. 5, n°1, pp. 47-69.

BLAIR M., 1995, *Ownership and control, rethinking corporate governance for the twenty first century*, Washington Brookings Institution.

BOYER R., 2000, "Is a financed-led growth regime a viable alternative to fordism ? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29 (1), pp.111-145.

BOYER T., 2002, « Corporate Governance et emploi: les attentes des marchés financiers », *Gérer et Comprendre*, septembre 2002. Article repris dans *Problèmes économiques*, 18 décembre 2002, n°2789.

BRYAN S., 1997, "Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis", *The accounting review*, vol. 72, n°2, april 1997, pp. 285-301.

BUSHMAN R., SMITH A.J., 2001, "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, n°32, pp.237-333.

CHAMPARNAUD F., ROMÉY C., 2000, « Création de valeur actionnariale et communication financière », *Bulletin mensuel COB*, N°346, Mai 2000.

CHARRON J-O., 2004, « L'idéologie de la transparence dans l'audit », *Comptabilité contrôle Audit*, vol. 6, pp.105-131.

CHIYACHANTANA C., JIANG C., TAECHAPIROONTONG N., WOOD R., 2004, "The impact of regulation fair disclosure on information asymmetry and trading: an intraday analysis", *The financial review*, 39, pp. 549-577.

CLINCH G., MAGLIOLO J., 1992, "Market perceptions of reserve disclosures under SFAS No. 69", *The accounting review*, vol. 57, n°4, october 1992, pp. 843-861.

COBBAUT R., 2004, « Pour tenter de conclure: à la croisée des chemins », *Reflets et perspectives de la vie économique - L'efficacité des marchés financiers*, Robert Cobbaut ed., Tome XLIII, n°2.

COFFEE J.C., 1991, "Liquidity vs. Control: the Institutional Investors as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, n° 91, pp.1277-1368.

COFFEE J.C., 1994, "The SEC and the institutional investor: an Half time report", p.906.

COLE C., 2005, "The usefulness of MD&A disclosures in the retail industry", *Journal of accounting, auditing and finance*, pp. 361-388.

CRETE R., ROUSSEAU S. 1997, « De la passivité à l'activisme des investisseurs », *MacGill Law Journal* , vol.42, pp.864-959.

CRIST W., 1997, « Le bon gouvernement d'entreprise et la communication avec les actionnaires institutionnels », *Corporate Governance - Legal aspects, method, responsibilities*, Hélène Ploix ed., Collection finance et société.

THOMAS K., 1997, « Ce qu'attendent les fonds de pension étrangers des dirigeants », *Corporate Governance - Legal aspects, method, responsibilities*, Hélène Ploix ed., Collection finance et société.

DAVIS S., LANNOO K., 1997, « Shareholder voting in Europe », *Corporate Governance – Les perspectives internationales*, Alice Pézard et Jean-Marie Thiveaud ed., Finance et Société, Montchrestien.

ERNST&YOUNG LLP, 1997, « Measures that matter », *Étude Ernst&Young*, 1997.

ESCAFFRE L., 2002, "Contribution à l'analyse de l'offre d'information sur le capital intellectuel", *Thèse en sciences de gestion soutenue publiquement le 28 novembre 2002 à l'université Paris IX Dauphine*.

GALANTI S., 2006, "Les analystes financiers comme intermédiaires en information", *Thèse en sciences économiques soutenue publiquement le 26 septembre 2006 à l'université Paris X Nanterre*.

GREENE D., 1999, « Measures that matter, The path of intangible value », *Your Brand & the Bottom Line Conference*, The Ernst & Young Center For Business Innovation, 25 février 1999.

HAMPEL REPORT, 1998, *The Final Report*, The Committee on Corporate Governance and Gee professional Publishing, London.

HENDRY J., SANDERSON P., BAKER R., ROBERTS J., 2004, “Responsible ownership, shareholder value and the new shareholder activism”, *ESRC, Centre for Business Research, University of Cambridge*, Working Paper N° 297.

HILL C., JONES T.M., 1992, “Stakeholder-agency theory”, *Journal of Management studies*, vol.29, pp.134-154.

IMHOFF E., 2003, “Accounting quality, auditing, and corporate governance”, *Accounting horizons*, supplement, pp. 117-128.

JEFFERS E., PLIHON D., 2001, « Investisseurs institutionnels et gouvernance d’entreprise », *Le gouvernement d’entreprise, Revue d’économie financière*, vol.63, pp.137-152.

LAJILI K., ZÉGHAL D., 2005, “A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports”, *Canadian journal of Administrative Sciences*, 22(2), pp. 124-142.

LAZONICK W., O’SULLIVAN M., 2001, *Corporate Governance and Sustainable Prosperity*, Palgrave Macmillan, UK.

LORDON F., 2000, « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L’Année de la régulation*, vol. 4, pp. 117-167.

MALLIN C.A., 1996, “The voting framework: a comparative study of voting behaviour of institutional investors in the US and in the UK”, *Corporate Governance: an international review*, vol.4 (2), April, pp.107-122.

MALLIN C.A., 2001, “Institutional investors and voting practises: an international review”, *Corporate Governance: an international review*, vol.8 (1), april, pp.118-126

MANGOT M., 2005, *Psychologie de l’investisseur et des marchés financiers*, Dunod.

MAVRINAC S., SIESFELD T., 1998, « Measures that matter : an exploratory investigation of investor’s information needs and value priorities », *Actes du colloque « Measuring Intangible Investment »*, OCDE, décembre 1998.

MONKS R.A.G, MINOW N., 2001, *Corporate Governance*, 2nd édition, Blackwell, Oxford.

MONKS R.A.G. 2001, *The new global investors: how shareholders can unlock sustainable prosperity worldwide*, Oxford, Capstone Publishing.

MONTGOMERY K.E., 1992, “Survey of institutional shareholders”, *Corporate governance review*, vol.5

MONTGOMERY K.E., 1996, *Market shift – the role of institutional investors in corporate governance*, 26 Can Bus. L.J.

MORIN F., 1999, *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Rapport de François Morin au Ministre de l’Économie, des Finances et de l’Industrie, Les éditions de Bercy.

O'BARR W.M, CONLEY J.M., 1992, *Fortune and folly: the wealth and power of institutional investing*, Howewood, Business One Irwin.

ORLEAN A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

SOLOMON A., SOLOMON J. 2004, *Corporate governance and accountability*, John Wiley&sons, Ltd.

STAPELDON G.P., 1995, "Exercise of voting rights by institutional investors in the UK", *Corporate governance: an international review*, vol.3, pp.144-155.

TADDJEDINE Y., 1996, *Décisions financières, risques, politique prudentielle*, mémoire mineur de DEA, Université Paris X.

THOMPSON T.A., DAVIS G.F., 1997, "The politics of corporate control and the future of shareholders' activism in the United States", *Corporate Governance*, vol.3, n°3.