

LES ACTES

9^e États généraux de la recherche comptable

Comptabilité et long terme

19 décembre 2019

Sommaire

Remerciements	5
Introduction	7
Le biais « court-termiste » ? Mythe ou réalité	11
Trop peu, trop tard ? Le défi de la prise en compte des risques	33
La valeur temps de l'argent : les enjeux des taux d'actualisation	55
L'information extra-financière : une réponse aux attentes ?	72
Table ronde finale : informations sur le long terme et intérêt général	91
Conclusion	116
Annexe	119

Ces actes sont à lire en complément des présentations faites par les chercheurs et disponibles sur le site de l'ANC : www.anc.gouv.fr/

Remerciements

L'Autorité des normes comptables adresse ses remerciements à tous ceux qui ont contribué aux 9^e États généraux et à la réalisation de ces actes.

L'Autorité des normes comptables remercie également l'Académie des sciences et techniques comptables d'avoir mis ses moyens à sa disposition pour permettre une retransmission directe de cette journée en webinaire et remercie de leur présence tous les normalisateurs comptables étrangers :

- Chiara del Prete de l'EFRAG,
- Françoise Flores et Hans Hoogervorst de l'IASB,
- Atsushi Kogasaka et Yasunobu Kawanishi de l'ASBJ (Japon),
- Jim Kroeker du FASB (États-Unis),
- Linda Mezon de l'AcSB (Canada),
- Yuhuan Li, Lin Zhu, Shuang Sui et Huizhong Hu du Ministère des Finances chinois.



Introduction

Patrick de Cambourg

Président de l'Autorité des Normes Comptables

Bonjour à tous et merci de votre présence. Les difficultés de transports rendent les choses un peu complexes aujourd'hui. Je constate néanmoins que la première table ronde est d'une fidélité et d'une ponctualité totalement exemplaires. J'en remercie les participants. Si la mauvaise nouvelle est que nous avons quelques problèmes de transports, la bonne est que nous avons organisé un webinaire qui permet à tous ceux qui ne peuvent pas être présents parmi nous de l'être en vidéo. Je les salue également et précise que nos grands témoins d'Amérique du Nord interviendront par vidéo.

Nous avons une journée dense. Le thème choisi au printemps pour cette séance est un thème qui agite quelque peu la communauté comptable et financière : « la comptabilité est-elle compatible avec une vision de long terme ? ». Les institutions nous incitent à des investissements de long terme ; alors que certains estiment que la comptabilité a une vision trop inspirée par une vision court-termiste.

Il nous est donc apparu dans la suite de nos États généraux précédents qu'il était important, en liaison avec la communauté académique qui est le pivot de cette journée, d'examiner ce thème en le prenant sous différents angles.

Les titres choisis pour les différentes séquences sont évidemment un peu provocateurs. L'objectif est, non pas d'avoir un débat uniquement entre spécialistes et techniciens, mais aussi de nous ouvrir sur la société et l'économie en général. Le premier angle est le biais « court-termiste ? ». C'est une accusation récurrente portée à nos règles comptables aujourd'hui. S'agit-il d'une réalité ou d'un mythe ? Au cours de cette table ronde, nous aurons notamment l'occasion d'examiner le débat européen sur les questions relatives à l'investissement à long terme et le traitement comptable de l'investissement à long terme.

Le deuxième reproche souvent entendu est que la prise en compte des risques serait « trop peu et trop tard ». Répondons-nous aujourd'hui par l'information financière de façon appropriée aux défis de la prise en compte des risques ? Le débat sur le *goodwill* est relancé : faut-il aujourd'hui revisiter le système de la dépréciation (*impairment*) actuellement en vigueur ? Faut-il aller vers l'amortissement ? Ce débat commence à naître des deux côtés de l'Atlantique et en Asie également.

Le troisième thème est particulièrement d'actualité, avec des taux d'intérêt extrêmement bas, voire négatifs. Quelle valeur temps de l'argent faut-il retenir lorsque la comptabilité traite de questions de passifs ou d'actifs à long terme ? Comment introduire la dimension temps dans les évaluations ? C'est un problème conceptuel complexe qui demande une sérieuse réflexion.

Enfin, le quatrième thème est celui de l'information extra-financière. Nous connaissons les limites de la comptabilité même si des tentations de les dépasser existent. Il y a une autre voie, que j'ai eu l'occasion de proposer dans un rapport remis au ministre de l'Économie et des Finances à la fin du premier semestre de cette année. Plutôt que de déstabiliser l'information financière, elle consiste à proposer la conception d'une information extra-financière qui constituerait la deuxième jambe de l'information des entreprises sur elles-mêmes. Ce sera le sujet du débat. Y a-t-il moyen de compléter le dispositif d'information par l'information extra-financière ? Est-ce une réponse aux attentes ? Néanmoins, précisons dès maintenant qu'aucune information ne permettra de rejoindre la valeur de l'entreprise, sa vision d'ensemble globale par le marché, par les analystes, par les investisseurs ou par les tiers. Il y aura toujours une dimension additionnelle liée à l'agrégation de tous les facteurs et qui donne cette valeur supplémentaire, voire ces risques supplémentaires qui font que la valeur ne sera jamais la somme des éléments examinés, qu'ils soient financiers ou non financiers.

Comme toujours dans les États généraux, nous essayons de revisiter le thème dans son ensemble sous l'angle de l'intérêt général européen lors de la dernière table ronde. C'est un des éléments importants de l'homologation des principes comptables internationaux.



C'est un sujet de débat, car la notion est relativement générique dans la réglementation européenne. Les éléments d'appréciations méritent à chaque fois d'être revisités à l'aune du thème choisi pour la journée. Nous aurons un *keynote speech* de Hans Hoogervorst ainsi qu'une vidéo du directeur général de la Direction générale stabilité financière, services financiers et union des marchés de capitaux (FISMA), Olivier Guersent. Comme vous le savez, après avoir été un acteur important de toutes ces questions d'informations financières et comptables pendant un certain nombre d'années, il quittera ses fonctions à la fin de l'année pour prendre la Direction générale de la concurrence.

Le programme de la journée est chargé. Nous sommes toujours désireux d'ouvrir des voies plutôt que d'en fermer, d'ouvrir des champs d'investigation, ainsi que de réconcilier l'information de l'entreprise avec la société en général et les investisseurs en particulier. J'ai eu l'occasion de dire depuis deux ans que les normalisateurs comptables, qui opèrent souvent un peu trop en vase clos, étaient en risque de devenir les prêtres d'églises vides et qu'il y avait intérêt à renouer la foi avec les forces vives qui font l'évolution sociale et économique de nos sociétés. Cet événement a cet objectif. Je vous souhaite donc de très bons États généraux et vous remercie de votre attention.

Message vidéo de Bruno Le Maire, ministre de l'économie et des finances

Bonjour à tous. Je voudrai souhaiter plein succès aux États généraux de la recherche comptable, saluer votre président, Patrick de Cambourg, et saluer également le choix d'inscrire vos travaux sur la question du long terme. Cette question me tient très à cœur. Tout le travail que nous faisons ici, au ministère de l'Économie et des Finances, est d'essayer justement de refonder un capitalisme de long terme qui soit plus durable et plus juste et qui permette de lutter avec plus d'efficacité contre les inégalités. Toutes les professions du chiffre, la profession comptable, ont un rôle majeur à jouer pour convaincre les entrepreneurs de bâtir ce nouveau capitalisme qui soit plus durable et plus responsable. C'est vous qui êtes au cœur de l'activité des entreprises. C'est vous qui

pouvez convaincre les entrepreneurs dans le choix des performances extra-financières de leurs entreprises d'intégrer ces préoccupations de long terme.

Il y en a évidemment une qui me tient particulièrement à cœur et sur laquelle Patrick de Cambourg a fait un travail absolument essentiel. Je veux parler de la question de la croissance durable, du respect de l'environnement, de performance extra-financière qui participent de la lutte contre le réchauffement climatique et de la durabilité des investissements.

Toutes les propositions que vous pourrez nous faire sur ce thème, sur la transparence, sur les rapports de performance ou encore sur les investissements possibles seront très précieuses pour moi. Je souhaite pouvoir bénéficier des résultats de vos travaux, des résultats de vos États généraux pour pouvoir les intégrer dans le pacte productif qui m'a été confié par le président de la République et le Premier ministre il y a plusieurs mois. Nous y travaillons activement avec Patrick de Cambourg. Cela permettra de nourrir à la fois des solutions nationales et des solutions européennes, pour aller vers ce capitalisme durable à propos duquel vous avez un rôle absolument majeur à jouer.

Je terminerai en rappelant toute l'importance que j'accorde aux professions du chiffre, aux experts-comptables, aux rôles que vous jouez dans l'entreprise. Vous avez un rôle majeur à jouer pour les orienter vers des investissements durables et des performances soutenables sur le long terme. Je compte sur vous et j'attends avec impatience de lire les résultats de vos travaux et de vos États généraux. Merci à Patrick de Cambourg pour son engagement et merci à tous pour votre soutien.

Le biais « court-termiste » ? Mythe ou réalité

Présentation d'un papier de recherche par **Samira Demaria** (université Côte d'Azur) et **Sandra Rigot** (université Paris 13) sur la prise en compte de l'horizon de long terme dans la littérature financière et comptable.

Débat: **Chiara Del Prete** (EFRAG), **Thierry Giami** (SFAF), **Isabelle Grauer-Gaynor** (ESMA), **Gérard de La Martinière** (Task force ILT)

Témoin: **Jim Kroeker** (FASB)

Sandra Rigot – Bonjour à tous. Nous avons cherché à faire un état des lieux des travaux académiques en finance et en comptabilité sur l'horizon de long terme et essayé de répondre aux questions qui suivent. L'horizon de long terme est-il pris en compte dans ces deux littératures ? Si oui, comment est-il appréhendé ? Quelles sont les principales dénominations utilisées et quelles sont les thématiques abordées ? Je vous présenterai la partie sur la finance et Samira celle sur la comptabilité.

En faisant une première recherche en combinant les mots clefs « long terme » et « finance », nous observons que la finance de long terme n'a aucune résonance sous cette dénomination. Elle est plutôt appréhendée sous l'angle de la finance durable. Depuis une quinzaine d'années, la finance durable suscite un intérêt croissant de la part des décideurs politiques, des régulateurs et de la société civile. Vous avez depuis les années 1990 un certain nombre d'initiatives internationales visant à inciter les investisseurs à intégrer le développement durable dans leurs décisions d'investissement.

La définition généralement la plus reconnue est celle qui consiste à définir la finance durable comme la considération des dimensions environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) dans la prise de décision en matière d'investissement, ceci devant conduire à une augmentation des investissements dans les activités durables et à long terme.

Il existe d'autres définitions qui impliquent l'utilisation de différents vocables, comme la finance responsable ou la finance éthique. Ainsi, nous n'avons aucune compréhension générale de ce qu'est la finance durable et de ce qu'elle incorpore. Cette première partie visera donc à préciser cette définition et ses contours à travers une revue de littérature bibliométrique.

Nous nous sommes donc appuyées sur une lecture bibliométrique, c'est-à-dire des articles académiques référencés dans la base de données *Web of Science*, en utilisant des outils d'analyse lexicale, au cours de la période 1981-2018. Nous avons combiné plusieurs mots clefs : *sustainable, responsible, ethical, finance, investment*. Nous avons obtenu au total un échantillon de près de 685 articles.

Outre son caractère en quelque sorte exhaustif, l'intérêt de la bibliométrie est qu'elle permet de répertorier et de trier tous les articles pertinents sur le sujet en fonction de leurs points communs, d'essayer de définir des groupes d'articles sur la base de ces points communs et de les cartographier selon les principaux sujets. L'enjeu majeur d'une telle étude est de voir s'il y a un décalage entre l'intérêt croissant pour la finance durable et les préoccupations des académiques. En bref, la recherche académique est-elle à la hauteur des défis de la transition vers une économie durable ?

Je vous présenterai brièvement les résultats statistiques. Nous observons quatre principaux résultats : en premier, une augmentation du nombre de publications sur la finance durable avec une accélération depuis 2013. Deuxièmement, nous observons une relative concentration des articles dans la revue en gestion *Journal of Business Ethics*. Près de 20 %, des articles sont publiés dans cette revue qui semble être la revue de référence en termes de finance durable. Cela peut s'expliquer en partie par sa ligne éditoriale. Elle se veut ouverte aux travaux interdisciplinaires et mobilise des données

et des méthodologies très diverses. Le troisième résultat porte sur une analyse par fréquence des mots dans les résumés, en comptant le nombre d'occurrences. Il révèle que c'est le terme *responsible* qui apparaît le plus dans les articles à travers les expressions *responsible investment*, *social responsibility* ou *corporate social responsibility*. Les termes *ethical* et *sustainable* ont une fréquence beaucoup plus faible. Le quatrième résultat porte sur les thèmes de recherche structurants qui sont issus des regroupements des articles à partir de l'analyse lexicale. Nous pouvons apercevoir que quatre thèmes se dégagent.

Le premier porte sur les fonds d'Investissement socialement responsables (ISR). C'est un thème dominant et récurrent. Dans ce groupe, les articles portent sur les performances d'une catégorie particulière d'investisseurs institutionnels qui sont les *mutual funds*, qui sont les fonds ISR. Dans ces articles sont comparés les rendements boursiers entre ces fonds et les fonds dits conventionnels. Les résultats sont assez ambigus dans la mesure où il n'y a pas de consensus sur qui a la meilleure performance ou pas.

Le deuxième thème ou deuxième groupe d'articles porte sur les indices de marché soutenables. Dans ce groupe, les articles mettent en évidence les performances des indices boursiers socialement responsables, entre eux ou en comparaison avec les performances des indices conventionnels. Dans ces deux groupes, le point commun est évidemment la performance boursière. Cela constitue environ la moitié de notre échantillon global de plus de 680 articles.

Le troisième thème porte sur les marchés ISR. Dans ce groupe, vous trouvez des articles qui portent sur les marchés, mais surtout sur l'analyse des déterminants de leur développement et de leurs limites à travers des études macroéconomiques.

Le quatrième thème porte sur les marchés ISR et le développement durable. Ce thème est très dominant et récurrent dans notre échantillon d'articles. Les articles portent ici sur l'étude des marchés ISR appliqués à des secteurs considérés comme prioritaires en matière de développement durable, comme l'agriculture, l'immobilier, la santé, les infrastructures publiques ou encore l'éducation. Il s'agit de voir en quelle mesure l'ISR peut participer au financement de ces

secteurs dans un pays donné. Nous sommes plutôt sur une littérature de développement durable, et pas du tout financière.

Parallèlement à ces quatre thèmes, nous observons un thème transversal : l'information financière. Ce thème représente un enjeu actuel majeur pour la finance durable comme pour les sociétés, les gestionnaires de portefeuille, les épargnants et les régulateurs. Ces articles traitent aussi du reporting extra-financier et en particulier de l'émergence du reporting intégré. Tous mettent en avant la grande hétérogénéité de l'information extra-financière et la nécessité de l'harmoniser.

Samira Demaria – Nous allons maintenant parler de la comptabilité. Est-elle durable, soutenable, responsable, éthique ? Avant même de regarder la littérature, nous avons regardé le contenu des normes comptables à partir de la définition de la Commission européenne sur la finance durable. Les indicateurs ESG apparaissent-ils dans les normes comptables ? Sur la base d'une recherche lexicale, nous avons cherché les termes « long et court terme », « environnement », « social » et « gouvernance », à la fois dans le cadre français et dans les IFRS (*International financial reporting standards*). Les résultats sont sans appel. Proportionnellement, nous frisons le 0 % de l'utilisation de ces thèmes dans les normes. Ce n'est donc pas un lexique qui apparaît dans la comptabilité au sens strict.

Si nous nous intéressons au long terme et au court terme, est-ce que les normes les définissent ? Dans les normes françaises, il n'y a pas de définition du long terme en soi. Néanmoins, il y a l'indication que des éléments de long terme correspondent à plus de deux périodes comptables. Nous avons donc déjà une période temporelle qui pourrait donner une indication. De même, dans les normes IFRS, il n'y a pas de définition du long terme. Dans de nombreuses normes cependant, dans la partie d'illustration, nous retrouvons des périodes allant de 1 à 5 ans. Nous avons ici encore une période. « long terme » et « court terme » apparaissent très peu dans les normes. Il y a cependant la distinction « courant » et « non-courant ». Quand nous regardons la norme IAS1 sur les éléments courants, il nous est expliqué que ce sont des éléments à moins de 12 mois. Ici encore,

nous avons une période. Elle n'est pas la même que dans les normes françaises. En creux, nous pourrions supposer dès lors que tout ce qui a plus de 12 mois serait du long terme. Ce n'est pas une vraie définition et reste une question.

Nous nous sommes intéressées ensuite à la recherche en comptabilité. Est-ce qu'il est question de comptabilité de long terme ? En faisant une recherche dans les référentiels comptables, nous ne retrouvons bien évidemment ni « comptabilité de long terme » ni « comptabilité de court terme ». C'est cohérent avec l'objectif de la comptabilité d'être neutre. Ces termes n'apparaissent donc pas, non plus qu'« éthique » ou « durable ». Cependant, il est question dans la discipline d'une recherche de « comptabilité responsable » avec de nombreuses thématiques de recherche.

Sur la base de la définition du SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*), pour laquelle la comptabilité responsable représente les activités ayant un impact direct sur la société, l'environnement et la performance économique d'une organisation, nous constatons que les entreprises doivent adopter des méthodes et outils pour améliorer leurs performances dans ces thématiques.

Dans la recherche comptable, certains s'intéressent justement au développement d'outils pour aider les entreprises dans cette thématique du développement durable. Nous pouvons citer deux voies de recherche :

- le *triple bottom line* propose d'adjoindre aux résultats comptables deux lignes supplémentaires pour renseigner sur la performance humaine et environnementale de l'entreprise. Ce courant de recherche a reçu une certaine approbation des différentes parties prenantes. En effet, la GRI (*Global Reporting Initiative*) l'a intégrée dans ses grilles de recherche. Pour certains cependant, ce modèle ne va pas assez loin. S'il permet de constater une performance écologique et humaine, il ne permet néanmoins pas de la maintenir ;
- les travaux de J. Richard et A. Rambaud proposent d'ajouter à ce modèle le principe de l'amortissement comptable pour maintenir le capital humain et écologique en suivant la même logique que l'amortissement du capital financier ou immobilisé.

Les travaux en comptabilité normative, qui proposent donc des solutions, sont relativement peu nombreux. La position positiviste qui consiste à observer ce qui se fait constitue la grande majorité des articles que nous avons pu identifier. Ils se répartissent dans deux grandes thématiques. La première est l'observation du niveau de divulgation volontaire d'informations ESG¹. Est-ce que les entreprises communiquent de l'information ESG ? À quel niveau ? Est-ce que cela augmente, et quelles sont leur qualité et leur pertinence ? Il s'agira souvent de regarder la performance écologique des entreprises, de la mesurer et de voir en fonction de certaines grilles. Il y a beaucoup de travaux sur le cas Français avec la loi relative aux nouvelles régulations économiques (loi NRE) de 2001 et l'évolution des pratiques des entreprises françaises. À l'international, cela se situera plutôt sur l'observation de l'application des grilles GRI ou IR (*Integrated Reporting*). Dans la continuité de la première, la seconde thématique est l'évaluation par les marchés de cette information ESG. Une entreprise qui communique beaucoup d'informations est-elle plus performante sur les marchés boursiers ? Est-elle plus suivie par les analystes financiers ? Les investisseurs socialement responsables vont-ils mieux la valoriser ? Nous sommes dans une observation de la manière dont cette information est prise en compte et retenue par les marchés.

Pour conclure cette présentation sur la finance et la comptabilité durables, nous avons identifié quatre limites ou points de discussion :

- un manque de diversité des acteurs liés à la finance durable. Les acteurs ayant vraiment des objectifs de durabilité, comme les intermédiaires publics financiers, les acteurs du financement participatif, de la micro-finance ou de la finance solidaire, sont assez peu associés aux travaux de la finance durable. Des travaux existent, mais pas en finance ou en comptabilité. C'est le cas en sociologie, par exemple. Si je prends des exemples liés à la comptabilité, le *greenwashing* ou la mise en perspective du niveau de divulgation et des pratiques réelles sont très peu étudiés dans nos disciplines, mais plutôt dans d'autres. C'est une voie de recherche ;

1 - *Environmental Social & Governance*.

- une absence de consensus sur la définition de la finance durable, la comptabilité durable, a fortiori de long terme. Il y a eu des essais sur la définition de l'investissement à long terme. Nous y avons participé en 2016 lors des États généraux. Il n'y a cependant aujourd'hui toujours pas de définition officielle et consensuelle sur l'investissement à long terme. Nous y reviendrons pendant le débat;
- que ce soit en comptabilité ou en finance, les travaux restent très ancrés dans une vision *mainstream* de l'économie, c'est-à-dire la rentabilité boursière et l'optimisation, la maximisation boursière. En étant dans cette optique, est-il possible de vraiment promouvoir une information de long terme ? C'est une question;
- les chercheurs constatent enfin qu'il y a de plus en plus d'informations extra-financières sur les marchés. Elles sont diverses et variées, avec toutes les grilles qui peuvent exister et notamment la TCFD² qui vient d'être publiée. Les marchés ne savent pas discriminer la bonne information, celle qui est pertinente. Il y a donc une demande des académiques d'une harmonisation de l'information pour qu'elle puisse être mieux valorisée par les marchés. Ce n'est pas le rôle des académiques, mais des hommes politiques et des normalisateurs qui doivent se saisir de la question. Nous le verrons un peu plus tard dans cette journée.

Débat

Gérard de la Martinière – En première observation, même s'il y a évidemment des liens, il me semble que le concept d'investissement de long terme n'est pas identique à celui d'investissement durable et d'investissement ISR³. Certes, nous avons d'énormes besoins d'investissements de long terme pour relever les défis de la lutte contre le dérèglement climatique en particulier. Cependant, nous pouvons très bien avoir des investissements de long terme qui ne sont pas du tout ISR et des investissements courants et de court terme qui sont parfaitement ISR. Si nous voulons nous concentrer sur la

2 - Task-force on Climate Financial Disclosures.

3 - Investissement socialement responsable.

problématique du long terme, je crois qu'il ne faut pas se laisser happer par toute la littérature sur l'ISR.

La question qui vient derrière a été soulevée par le papier de recherche. Qu'est-ce que l'investissement de long terme? Dans le rapport que nous avons publié au mois de novembre de l'année dernière, « osez le long terme! », nous avons essayé de proposer une définition. Ce qui nous paraît le plus significatif est de souligner que l'investissement de long terme est une stratégie. C'est une stratégie de placements financiers nécessairement diversifiés, qui repose sur des ressources stables et qui vise à fournir un retour sur investissement dans le temps, ce retour sur investissement pouvant être un retour financier ou d'autre nature. Cela rentre parfaitement dans la même considération. Les mots clefs dans ce domaine sont « gestion actif-passif », une rigoureuse discipline de gestion actif-passif entre la nature des ressources, d'échéance des ressources, et les modes de placement. C'est une gouvernance qui doit veiller à ne pas dévier des objectifs couplé à un système de contrôle interne qui vise à évaluer les risques, risques qui sont extrêmement différents de ceux d'une gestion de court terme. L'une des difficultés que nous rencontrons est que beaucoup des réglementations issues de la crise de 2008 sont inspirées par des préoccupations de très court terme et ne rendent pas compte du business model des investisseurs de long terme.

Ayant dit cela, je crois qu'il faut être un peu plus précis et éviter les approximations. L'investissement de long terme, pour nous, n'est pas lié à un certain type d'actifs. Tous les types d'actifs peuvent être supports d'un investissement de long terme. En particulier, ce n'est pas parce qu'un actif est coté en bourse qu'il devient nécessairement un investissement de court terme, bien au contraire. Ce n'est pas lié à un type de passifs. Tous les passifs qui représentent des ressources stables sont susceptibles de générer de l'investissement de long terme. Ce n'est pas lié à un type d'acteurs. Tous les types d'acteurs peuvent avoir des ressources stables et avoir la capacité et le besoin d'investir à long terme. Ce n'est pas non plus lié à un seuil mythique de deux, cinq ou dix ans. Tout investissement sur la durée, plus ou moins longue, relève de cette discipline de la gestion actif-passif.

Chiara del Prete – Le long terme n'est pas défini dans la norme IFRS 9⁴. Pour ce qui concerne des instruments de capitaux propres, il y a des éléments de caractéristique intrinsèque, c'est-à-dire liés aux flux contractuels qui sont plus importants que l'intention de l'investisseur. Dans le cas des instruments financiers en actions, le risque et la volatilité de la valeur sont les éléments déterminants du choix d'une comptabilisation la juste valeur à travers le compte de résultat.

Était-ce la même chose avant IFRS 9? Pas vraiment, puisque la notion de long terme était déjà absente. La différence est que la catégorie *Available for Sale* était une catégorie résiduelle hors négociation. Aujourd'hui encore, nous avons cette notion de la négociation, mais l'élément de différence est que l'option *Fair Value through OCI*⁵ n'a pas nécessairement un lien avec le business model. Ce n'est donc pas nécessaire d'avoir une justification de détention et d'intention d'investissement pour faire ce choix de classement.

Thierry Giami – À la SFAF⁶, nous avons coutume de dire que la temporalité de l'investissement n'est pas « *workable* ». À notre sens, l'investissement de long terme est difficilement quantifiable, mesurable et il est difficile de l'extraire en quelque sorte d'un ensemble d'opérations, que ce soit des investissements pour un investisseur ou dans une entreprise qui mène sa politique d'investissement.

La deuxième difficulté est la temporalité de l'investissement, soumis à la gouvernance de l'entreprise, d'une part, à son manager et, d'autre part, à ses actionnaires. Les managers changent. Leurs conceptions du long terme changent, comme elles changent sur le court terme. Les gouvernances se modifient. Les objectifs de rentabilité de la société bougent. Nous sommes confrontés à une révision des politiques d'investissement et de ce qui est attendu de l'investissement dans le terme qui lui a été donné.

4 - IFRS 9: Instruments financiers.

5 - Other Comprehensive Income.

6 - Société Française des Analystes Financiers.

Voilà un premier sujet qui nous amène à penser que si nous voulons définir absolument le long terme, nous aurons des difficultés. Ces difficultés s'intensifieront à mesure que nous passerons de l'échelle française à celle européenne, puis à celle mondiale. Il nous semble qu'il vaut mieux qualifier l'investissement pour ce qu'il est, finance durable par exemple, et donc que nous sommes alors transportés dans une sphère de l'investissement de long terme. Après, il restera à dire comment cet investissement de long terme dans sa perspective, dans sa fonction, dans son objet, a sa place dans le bilan de l'entreprise ou de l'investisseur, et comment cette place est lisible d'une part, par ceux qui ont un intérêt à ce que la société évolue sur certains critères et d'autre part, par les investissements qui font ces opérations.

Isabelle Grauer-Gaynor – Peut-être est-ce le hasard du calendrier, mais l'ESMA⁷ a rendu hier un rapport à la Commission européenne qui s'intitule « *Undue short-termism pressure on corporations* ». Il rencontre donc vraiment le sujet de notre table ronde. Il s'agissait de collecter des éléments de preuves de pressions court-termistes sur les entreprises et de formuler des recommandations pour y remédier. Nos institutions consœurs, l'EBA⁸ et l'EIOPA⁹, ont également rendu un rapport hier sur ce sujet pour les domaines qui sont de leur ressort.

En ce qui nous concerne, nous avons regardé différents sujets, dont la stratégie, l'horizon d'investissement, les informations ESG et la notion de juste valeur : trois thèmes au plus près des sujets de ce jour. Notre travail portait également sur d'autres sujets comme l'engagement des investisseurs institutionnels, la rémunération des gestionnaires de fonds, des dirigeants d'entreprise, et l'utilisation de CDS (*credit default swaps*) par les fonds d'investissement.

Pour mener ces travaux, nous avons fait une revue de littérature, une consultation publique cet été. Nous avons également consulté notre *stakeholders group* et organisé un groupe de travail au mois de

7 - ESMA : *European Securities and Markets Authority*.

8 - EBA : *European Banking Authority*.

9 - EIOPA : *European Insurances and Occupational Pensions Authority*.

septembre. Concernant les éléments de la consultation publique, nous avons eu 90 réponses, dont plus de 55 % venant d'investisseurs et d'associations d'investisseurs et plus de 25 % d'entreprises et d'associations d'entreprises. 75 % des répondants identifiaient le secteur financier comme étant leur secteur d'activité.

Sur toutes les thématiques évoquées, la seule sur laquelle nous ne portons pas de recommandations est celle liée à la juste valeur. Sur la question de l'horizon temporel du long terme, il nous a été répondu qu'il se situait au-delà de six ans. Pour autant, nous constatons que l'horizon de temps le plus courant en termes de stratégie de rentabilité, de profitabilité, de financement, de conduite des affaires, est inférieur à cinq ans.

Il y a un consensus sur le fait que la notion de long terme est difficile à définir. Dans la chaîne de l'investissement, nous avons pointé les analystes *sell side* comme étant potentiellement les acteurs qui contribueraient le plus à des biais court-termistes, notamment dans les travaux de recherche. Les facteurs indiqués comme contributifs au biais court-termiste sont, à part sensiblement égale, la demande des clients, les pressions des marchés et la concurrence. La rémunération des dirigeants et l'environnement macroéconomique interviennent également, mais sont moins cités.

Concernant l'horizon de détention de titres de capitaux propres et d'instruments de dettes, la moitié des répondants indiquent que leur horizon de détention est de moins de 5 ans ; moins de 13 % indiquent qu'il est supérieur à 9 ans. Un autre rapport publié par l'EIOPA sur les assureurs semble corroborer ces chiffres en indiquant que les investissements des assureurs portent moins sur des titres individuels que sur des cibles de détention d'actifs qui, elles, sont plutôt stables dans le temps.

Pour terminer, les facteurs indiqués comme influant de la façon la plus décisive sur l'horizon de détention sont la politique monétaire et économique, et ensuite seulement tout ce qui est rentabilité, demandes de clients et réglementation prudentielle, puisque nous étions notamment sur des environnements financiers. Il y a également, mais dans une mesure moindre, l'appréciation continue du gestionnaire de fonds par rapport à des benchmarks de marché.

Il nous a également été souligné qu'un faible taux de rotation d'un portefeuille, d'instruments détenus n'est pas en soi un indicateur d'investissement de long terme. De ce fait, se focaliser sur l'horizon de détention était assez discutable.

Thierry Giami – Du point de vue macro, toutes les politiques conduites ces dernières années sont des politiques qui ont encouragé le court terme. Précisons pourquoi. Prenons le cas des investisseurs, des assureurs. La question de la *fair value* fait qu'un assureur est obligé de rendre compte très régulièrement de la valeur, avec les conséquences sur son propre bilan, c'est-à-dire sur ses fonds propres. Cela le contraint d'une certaine façon à arbitrer en permanence entre la détention et le résultat qu'il fait. Ainsi, compte tenu de la demande des actionnaires ces dernières décennies, il arbitre, quoi qu'il en pense, en faveur de la liquidité, plutôt qu'en faveur de la dépréciation de son résultat.

Ce sujet est important : nous ne pouvons pas discuter du long terme sans éclairer le fait que les politiques de régulation des grands investisseurs ont conduit contradictoirement à privilégier autre chose que le long terme. Développons cette contradiction actuelle. Nous leur disons d'investir davantage dans le long terme pour de nombreuses bonnes raisons, qu'ils partagent d'ailleurs. Comme ils sont assureurs, le risque climatique est évidemment une préoccupation qu'ils partagent. Dans le même temps cependant, nous les tenons dans des règles très rigoureuses qui les contraignent à faire autre chose que de privilégier le long terme. Je crois que nous devons éclairer notre discussion par l'ombre portée de cette réglementation. Elle est en quelque sorte incrustée, car elle n'est pas récente, et les années passant, elle a porté son influence de façon encore plus importante. Quant aux analystes qui interprètent les volontés des investisseurs en lisant la situation des actifs, ils sont eux-mêmes dans une politique où ils privilégient la liquidité, donc le court terme. Si nous ajoutons à cela que l'industrie du marché financier a elle-même intérêt à une rotation du capital importante parce qu'elle est rémunérée par celle-ci, nous avons là un ensemble de raisons qui concourent en permanence à privilégier le court terme contre

les intérêts généraux de la société face aux perspectives auxquelles nous sommes confrontés, c'est-à-dire essayer de trouver des voies possibles et durables de l'investissement de long terme.

J'en reviens maintenant aux instruments. L'investissement de long terme est quelque chose de connu. Ce qui est moins connu est la nature de cet investissement de long terme compte tenu des changements qui s'opèrent autour de nous, parmi lesquels notamment le changement climatique, et qui ouvrent naturellement de nouvelles perspectives à l'investissement de long terme en nécessitant de nouveaux investissements dans de nouvelles technologies.

Revenons sur le passé connu. Nous savons inscrire un investissement de long terme dans les comptes. Nous savons faire des immobilisations et nous savons amortir. Pour les entreprises qui gèrent des infrastructures, de l'immobilier ou autre, la question du long terme dans nos instruments de mesure de la performance d'une entreprise est maîtrisée et connue. Ce qui pose problème aujourd'hui est le futur compte tenu des risques du futur. La problématique est double. Quelle est la durée, compte tenu des investissements à faire, et quels sont les risques que ce futur pose et comment devons-nous provisionner ? De plus, quelles conséquences ont ces risques ? Nous voyons que nous sommes sur des problématiques qui ne sont pas forcément le cœur des entités économiques, si nous parlons d'entreprises plutôt que d'investisseurs. Une des solutions innovantes à explorer consisterait à dire que, dans ces cas-là, nous pourrions créer des véhicules particuliers, des espèces de satellites du long terme dans les entreprises et dans la comptabilité. Il s'agirait de leur donner une disposition particulière, en voyant comment ils se consolident. Cela permettrait non seulement d'identifier et de donner des règles à ce long terme, et d'en mesurer sa performance.

Nous pouvons prendre un exemple de ce type de démarche à travers celui des assureurs. Pour investir dans le marché des actions de grandes entreprises jugées stratégiques, le fonds de participation stratégique a été créé. Ce fonds en regroupant un certain nombre de grandes participations (Air France et d'autres) a permis d'une part d'assurer une continuité de leurs investissements dans ces sociétés, et d'autre part de ne pas en subir les conséquences dans leurs

propres bilans et donc d'isoler la cause qui les amenait à la liquidité. Cela leur a permis de s'assurer du long terme en garantissant une régularité de l'investissement dans des grands actifs dits stratégiques qui rejoignent les intérêts stratégiques et macroéconomiques du pays, en même temps qu'ils n'en portaient pas les conséquences. Nous pouvons regarder l'évolution ce fonds sur plusieurs années maintenant. Il regroupe plusieurs très grands investisseurs dans cette opération.

Nous pourrions imaginer de faire cela pour d'autres motifs, précisément pour des raisons d'environnement social et de durabilité, dans les mêmes termes en quelque sorte. C'est d'ailleurs parfois ce qu'ils font. Cela donne une teinture, une coloration « développement durable » à leurs investissements.

Gérard de la Martinière – Je ne peux qu'abonder dans le sens qui vient d'être développé. Concernant ce qu'avait dit Isabelle Grauer-Gaynor, je voudrais tout de même relever une chose. Nous avons déjà des éléments de preuve énormes. Quand vous regardez quelle était la détention par les investisseurs européens des actions des sociétés européennes cotées en 2000 et que vous regardez le chiffre en 2017, dernier chiffre que je possède, nous avons perdu 4500 milliards d'euros. C'est dramatique. C'est capital. Il ne s'agit pas de savoir si tout ce qui a été fait en termes de régulations prudentielles, comptables, risque d'amener des problèmes. La catastrophe est déjà là.

Je voudrais prendre un exemple extrêmement basique pour montrer que non seulement les affaires prudentielles, mais également les normes comptables sont un élément de biais court-termiste majeur. Dans le cadre de ma politique d'investissement de long terme, j'investis sous forme de l'achat d'une part de propriété d'une usine, qui était parfaitement ISR. Comment vais-je la comptabiliser ? Je vais faire un peu d'amortissement, un peu de cash-flow et je vais trouver une solution pour la comptabiliser. Au lieu d'acheter la part de propriété, je vais acheter 30 % du capital de la SA propriétaire de l'usine. C'est le même schéma économique et même mode de comptabilité. Voilà que quelqu'un a tout à coup l'idée de faire

coter l'action. Catastrophe ! Le schéma de comptabilité et de comptabilisation change complètement alors que mon investissement reste le même, tout comme mon mode économique entre autres. Nous avons donc un biais court-termiste majeur dans le mode de comptabilisation de l'investissement de long terme.

Chiara del Prete – Je reprendrai la première question de fond : est-ce qu'il nous faut aborder la comptabilisation des actions détenus à long terme de façon alternative ? L'EFRAG¹⁰ a deux projets de travail sur ce sujet. Le premier est un rapport qui s'inscrit dans la ligne de celui publié par l'ESMA. Le second est notre projet sur les incorporels.

Concernant le premier travail, sur la recherche des éléments de possibilité de mesures alternatives à la juste valeur par résultat net pour présenter les investissements en capitaux propres de long terme, nous avons organisé une consultation. Cette consultation n'offre pas naturellement une vision complète de tous les avis existants, mais reflète la position des acteurs du secteur financier, assurances, investisseurs long terme, *asset managers* et aussi des analystes.

Le résultat est que pour 70 % d'entre eux, il est nécessaire de changer la comptabilité pour pouvoir apprécier la croissance, la rentabilité et les risques des actions sur le long terme. Quand nous analysons les alternatives suggérées, ils proposent de travailler sur deux éléments. En premier, sur l'univers hors trading (les actions qui ne sont pas détenues pour la négociation.), la proposition majoritaire consiste à obtenir le recyclage du résultat en cas de vente dans l'utilisation de l'option juste valeur par capitaux propres avec un modèle robuste de dépréciation ainsi que la possibilité d'inscrire les pertes en compte de résultat. Le second type de solution, déjà évoqué par M. de la Martinière, consiste à suivre un modèle de gestion intégrée de l'actif et du passif.

Je pense que cette seconde solution est un plus difficile à mettre en œuvre dans le référentiel IFRS qui se base sur l'instrument individuel et non sur une vision de portefeuille.

10 - European Financial Reporting Advisory Group.

J'ajoute néanmoins que 30 % des répondants ne souhaitent rien modifier. Parmi eux, les opinions sont multiples. Il y a des pays qui sont satisfaits de l'IFRS 9 telle qu'elle est et considèrent que l'option « juste valeur par capitaux propres » est appropriée pour les rares circonstances où une action est détenue, non pas pour des raisons de vente, mais plutôt pour des raisons de nature institutionnelle comme la participation à un consortium par exemple. Comme vous le voyez, il y avait une claire majorité, mais aussi des opinions différentes.

J'ajoute un mot très rapide sur l'autre projet relatif aux immobilisations incorporelles. Le long terme est l'élément où l'incertitude peut avoir un impact sur les *cash-flows* futurs, donc sur la valeur au bilan, mais aussi sur la rentabilité future. Les analystes disent que la comptabilité actuelle n'est pas capable de fournir toutes les informations qu'ils recherchent sur la capacité de l'entreprise de maintenir l'investissement sur le long terme. Ce projet vise à analyser la possibilité de solutions sur ce sujet. L'une des solutions possibles sera, je pense, sur la discussion sur les éléments pré-financiers, ceux qui pourraient dans le futur se transformer en éléments financiers.

Isabelle Grauer-Gaynor – Je pense que nous avons déjà dérivé sur un des sujets d'une prochaine table ronde. De manière générale, nous savons que les éléments de preuve des uns et des autres ne sont pas forcément les mêmes et que les opinions divergent sur ce sujet. Dans notre enquête, nous avons aussi clairement mis en évidence une distinction entre les positions des investisseurs et celles des entreprises. Il y a certes des effets d'échantillon, dans les répondants ayant pris la peine de répondre. Nous avons cherché à savoir dans quelle mesure la juste valeur était susceptible d'influencer la capacité de la comptabilité à fournir des informations pertinentes et fiables pour les instruments de capitaux propres qui seraient détenus dans une optique de long terme, en prenant en compte tout ce que j'ai déjà pu dire sur la difficulté à déterminer le long terme.

Malgré des positions un peu divergentes entre les investisseurs et les émetteurs, il ressort tout de même que nous n'avons pas suffisamment d'éléments de preuve d'une pression court-termiste liée à

la comptabilisation à la juste valeur. Nous avons conscience que ces éléments ne sont pas analysés de manière isolée. Par ailleurs, nous n'avons pas non plus trouvé de tels éléments dans les recherches académiques. Nous avons bien trouvé quelques chercheurs qui les remettaient en question en indiquant qu'il y a des limites à l'évaluation à la juste valeur. Pour autant, ces mêmes chercheurs estiment qu'il n'y a pas vraiment d'alternative crédible à cette mesure. Pour nous, il y a également la crainte que cela puisse donner lieu à des comportements opportunistes de pilotage du résultat.

Ce qui nous a semblé beaucoup plus intéressant et ce sur quoi nous formulons des recommandations est la prise en compte des facteurs ESG, et donc des informations qui sont demandées aux entreprises à ce sujet. Plus des trois quarts des répondants estiment d'ailleurs que fournir ce type d'information devrait permettre d'aider à avoir une vision plus long terme en matière d'investissements. Cela permet en effet d'apprécier le profil de risque sur le long terme et la performance financière future des émetteurs. Cependant, le constat est assez largement partagé qu'à ce stade, la qualité des informations fournies par les émetteurs est largement perfectible. Il y a en outre un foisonnement des référentiels. Nous formulons la recommandation d'une harmonisation au niveau international. Pour autant, en attendant qu'elle se construise, nous estimons que l'Europe ne peut pas rester sans rien faire. C'est pourquoi nous formulons des propositions d'amélioration de la directive, des éléments que nous pourrions proposer pour guider les émetteurs dans l'appréciation de la matérialité, par exemple, selon ce qui s'appelle la double matérialité, à la fois l'influence de l'entreprise sur ces facteurs, mais aussi l'influence des facteurs sur l'entreprise, ainsi que d'autres éléments, comme la manière de mieux prendre en compte les dimensions et les perspectives de long terme, les risques de long terme, liés à ces facteurs.

Je voulais revenir sur la question posée au départ, « les états financiers permettent-ils à l'utilisateur des comptes d'analyser la croissance à long terme des entreprises ? ». À ceci, je répondrais « non » en soi, de manière isolée. Nous savons d'ailleurs très bien que les analystes utilisent d'autres éléments. Ils utilisent des éléments

ESG également. Je vous renvoie à l'article publié il y a deux semaines par Nick Anderson, membre de l'IASB¹¹, sur les impacts du climat sur certains postes et comment ils peuvent être pris en compte dans la comptabilité.

Nous avons vu dans ce papier que l'investissement à long terme était parfois comparé à la performance boursière. Les marchés financiers sont-ils vraiment les meilleurs indicateurs de la performance à long terme ?

Samira Demaria – Il y a clairement une contradiction dans ce que nous comparons. Nous allons comparer des indicateurs sociaux, environnementaux, issus de certaines grilles, GRI¹² ou TCFD¹³ par exemple, qui ont un objectif temporel long, à une performance boursière qui est instantanée. Une des méthodologies de recherche souvent utilisées, au-delà de l'économétrie, est l'étude d'évènements. À un moment t, il s'agit de regarder l'impact d'une information environnementale sur le cours de bourse. Nous pouvons vraiment nous demander si c'est pertinent, puisque nous comparons l'indicateur long avec une temporalité instantanée. Il y a donc une contradiction dans ce type de recherche. Suite à nos échanges, nous nous demandions quels seraient les meilleurs outils, ou comment nous pourrions orienter la recherche académique vers une autre vision de la performance financière que celle à un instant donné. Peut-être que les professionnels ont des outils.

Gérard de la Martinière – Je crois que nous n'arriverons pas à faire quelque chose d'utile tant que nous n'aurons pas pris la peine d'analyser précisément le business model de l'investisseur de long terme. Comment fonctionne l'investisseur de long terme ? Il regarde d'abord son passif. Il constate qu'il a des échéances à 8 ans, à 10 ans, à 12 ans, à 15 ans. Il est redevable vis-à-vis de ses ayants droit d'un

11 - International Accounting Standards Board.

12 - Global Reporting Initiative.

13 - Task-force on Climate related Financial Disclosures.

certain niveau de performance et de sécurité sur ces échéances. Par ailleurs, sur ces échéances. Il va constituer une allocation d'actifs. Il n'y a pas d'investissement sur une ligne en matière d'investissement à long terme, il y a constitution d'un portefeuille diversifié. C'est la seule manière de procéder. Tant que nous n'aurons pas compris que la comptabilisation du portefeuille d'investissement doit être prise en compte, nous serons à côté de la question. Pour l'allocation des actifs, il essaiera de déterminer les meilleures probabilités d'obtenir à l'échéance (à 8 ans, 10 ans, 12 ans ou 15 ans) le niveau de performance financier, ou non financier qui lui permettra de remplir ses obligations vis-à-vis de ses ayants droit.

La seule manière de bien évaluer son savoir-faire, sa performance, est de vérifier période après période qu'il s'achemine bien vers l'horizon dont il est redevable. Tant que nous n'aurons pas fait cette analyse, nous resterons marqués par des réglementations et des normes beaucoup trop inspirées par la valeur instantanée de marché. Si celle-ci est parfaitement pertinente pour mesurer les performances d'une table de marché, elle ne l'est pas pour mesurer les performances d'un investisseur institutionnel.

Témoignage de Jim Kroeker

Bonjour. Nous avons tendance à être très concentrés sur le court-terme, à savoir que nous ne tenons pas compte des périodes dans lesquelles les mouvements de trésorerie ne sont pas directement concernés, car nous nous fondons sur une comptabilité basée sur les obligations. Pour les US GAAP, un certain nombre d'exemples montrent qu'il est possible d'avoir une vision à plus long terme dans les modèles de comptabilité mis en œuvre. Ceci dit, je suis tout à fait d'accord quant au fait qu'il y ait de nombreuses marges d'amélioration pour ce qui est des normes comptables. Tous les aspects contingents, liés aux US GAAP, font ressortir des caractéristiques peut-être un peu différentes de ce que nous trouvons à l'international. Pour ce qui est des passifs, nous ne les faisons apparaître que lorsqu'ils sont imminents et probables. Nous parlons d'une probabilité de l'ordre de 70 %. Nous avons donc véritablement une vision à court terme

qui ne verrait ses obligations prises en compte que lorsqu'elles sont vraiment très susceptibles de se concrétiser.

Mais les choses ne sont pas si simples. Nous pourrions tout aussi bien dire que l'on va travailler à partir de la juste valeur. Là aussi, cela aura des conséquences sur la vision à plus ou moins long terme. Il est possible également d'accuser les approches comptables d'avoir une tendance à regarder le court terme s'agissant des actifs incorporels. Imaginons par exemple que je répugne à investir dans telle ou telle molécule pharmaceutique ou biologique étant donné les façons dont se reflètent en termes comptables ces dimensions incorporelles, là aussi, je pense que les solutions ne sont pas si faciles à mettre en œuvre.

Je crois qu'il y a sans doute une part de mythe dans cette accusation qui voudrait que la comptabilité ne permette jamais une approche à plus long terme, mais il est certain que nous avons des marges d'améliorations.

Sur un certain nombre d'aspects, la comptabilité pourrait mieux intégrer l'aspect « finance durable ». Faut-il donner la priorité à cette dimension de la finance durable ? Cette question mérite d'être posée. Nous l'avons vu dans la présentation, il n'y a tout d'abord pas de définition unifiée de cette notion de finance durable. Se pose ensuite la question de comment nous pourrions en rendre compte dans la comptabilité, notamment par la possibilité de faire apparaître trois lignes de résultat faisant état de différentes dimensions. S'il n'y a pas d'obligation visant à ce que certains facteurs de nature externe, comme la pollution, soit pris en compte, la question se pose de savoir, en l'absence de toute obligation vis-à-vis d'une quelconque contrepartie outre une obligation abstraite vis-à-vis de la société dans son ensemble, comment un acteur peut être amené à faire apparaître un passif pour lequel il n'est pas appelé à engager une action précise.

Nous pourrions bien sûr nous concentrer sur les externalités négatives mais celles-ci vont souvent de pair, du point de vue des acteurs, avec des externalités positives. Il faudrait dès lors les faire apparaître également en comptabilité.

Il y a donc un certain nombre de difficultés à surmonter lorsqu'on essaye de refléter en comptabilité ces aspects liés au financement

durable. Je crois que nous pouvons également nous interroger sur la Responsabilité sociale des entreprises (RSE). Ce n'est pas une tendance qui se limiterait à telle ou telle partie du monde. Nous la retrouvons un peu partout, y compris aux États-Unis. Il y a de mon point de vue une question qui se pose quant à cette capacité des investisseurs à obtenir suffisamment d'informations sur ces aspects RSE.

Dans le contexte des États-Unis, il y a la nécessité d'aborder les évolutions, les tendances qui pourraient avoir des conséquences significatives. Cela peut bien sûr comprendre la gouvernance environnementale ou sociale ainsi que d'autres aspects. Les investisseurs en ont conscience. Sur une base volontaire, les entreprises vont souvent beaucoup plus loin en matière d'informations fournies. Si vous regardez Uber par exemple, toute une dimension de l'information liée à des considérations en matière de sécurité est fournie. Qu'il s'agisse des chauffeurs ou des clients, la sécurité est une considération évoquée assez largement.

Pour ce qui est de l'aspect gouvernance environnementale et sociale, l'objectif des normes IFRS ou des US GAAP est de proposer de l'information financière aux investisseurs, aux prêteurs et aux créanciers actuels ou potentiels. Je crois que la question se pose du point de vue de l'information financière et il s'agit de savoir si ce sont bien les investisseurs et les prêteurs éventuels qui sont les premiers visés. Cela ne signifie pas que d'autres acteurs ne doivent pas également avoir accès à de l'information, mais il s'agit bel et bien au départ d'une question d'affectation des actifs du capital, avec des acteurs qui peuvent avoir des intérêts convergents, mais dont les intérêts peuvent également diverger.

Pour conclure, le FASB¹⁴ doit-il traiter directement de cette question de la gouvernance environnementale et sociale ? Nous pouvons nous demander si, en la matière, il n'existe pas déjà des normes comme celle du SASB¹⁵, auxquelles le FASB pourrait simplement se référer plutôt que d'essayer d'élaborer ses propres normes en la matière. Nous savons également que les différentes orientations

14 - Financial Accounting Standards Board.

15 - Sustainable Accounting Standards Board.

des agences de notation sont souvent basées sur des éléments qui échappent aux états financiers à strictement parler mais qui sont considérées comme faisant partie de l'information. Nous pouvons enfin nous demander s'il faudrait considérer que nous devons servir les intérêts des autres parties prenantes, au-delà des investisseurs ou des prêteurs. Je pense par exemple aux salariés ou à la société dans son ensemble.

Trop peu, trop tard ? Le défi de la prise en compte des risques

Présentation d'un projet de recherche par **Pierre Astolfi** (université Paris 1) et **Arnaud Thauvron** (université Paris Est-Créteil) sur les risques d'illiquidité et la prime de taille.

Débat: **Florence Didier-Noaro** (SFAF), **Benoît de Juvigny** (AMF), **Michel Rollier** (Michelin), **Charles-René Tandé** (CSOEC)

Témoin: **Yasunobu Kawanishi** (ASBJ)

Présentation du 1^{er} papier de recherche

Pierre Astolfi (université Paris I Panthéon Sorbonne),
Arnaud Thauvron (université Paris-Est Créteil),
Marc Desban (université Paris-Est Créteil)
et **Sylvie Lecarpentier-Moyal** (université Paris-Est Créteil)
sur « Illiquidité et contexte de crise des marchés financiers.
Un risque sous-estimé ? »

Pierre Astolfi – Le premier sujet abordé ici est la question de la prise en compte de l'illiquidité, notamment par les évaluateurs. Si le modèle de référence en matière de fonctionnement des marchés repose sur une hypothèse normalement bien comprise de liquidité des actifs acquis, il n'en demeure pas moins que l'investisseur est soumis en pratique à un risque d'illiquidité. En dépit du contexte actuel ou l'illiquidité n'est pas forcément un sujet prégnant, sur le long terme, le risque demeure réel.

Des décotes d'illiquidité sont prises en compte dans certains cas particuliers, notamment dès lors qu'il s'agit de titres non cotés ou de titres soumis à des restrictions en termes de cessibilité, par exemple. Pour autant, la question de l'illiquidité reste largement assez mal comprise par les évaluateurs.

Selon la littérature académique, l'illiquidité d'un actif trouve généralement sa source dans les caractéristiques mêmes de l'actif (titre non coté, restrictions de nature juridique ou fiscale...). Le problème soulevé par cette perspective est que le risque d'illiquidité est considéré comme un risque spécifique et donc intrinsèque. Or le risque spécifique est susceptible d'être diversifié, et donc n'est pas rémunéré. Par ailleurs, les niveaux de décote et de prime appliqués en pratique en matière d'illiquidité sont biaisés, peu convergents, et sont donc souvent peu exploitables en pratique.

Par conséquent, il nous semble que les risques de valorisation associés à l'illiquidité systématique dans un contexte de crise financière majeure sont mal, voire sous-estimés aujourd'hui par les intervenants de marché. Nous entendons ici par « crise majeure » une crise qui, du point de vue la liquidité, n'affecterait pas que certains actifs, mais qui se diffuserait par contagion à l'ensemble du marché. De ce fait, la diversification deviendrait alors problématique, ce qui irait à l'encontre de la nature spécifique du risque.

Cette sous-estimation existerait encore, en dépit de la crise de 2008 ou des recommandations et avertissements récents, émanant de la BRI¹⁶ ou de la BCE¹⁷. À l'été 2019 encore, cette dernière évoquait ainsi ce risque d'illiquidité toujours sous-jacent.

Dans ce cadre, une étude exploratoire a été conduite auprès de professionnels de l'évaluation pour cerner la perception du risque d'illiquidité. Il en ressort d'abord que la majorité des répondants n'a pas à l'esprit la prise en compte du risque d'illiquidité par la norme IAS 36¹⁸. Dans cette norme en effet, le facteur d'illiquidité fait partie des éléments devant être pris en compte lors du calcul de la

16 - Banque des Règlements Internationaux.

17 - Banque Centrale Européenne.

18 - IAS 36: *dépréciation d'actifs*.

valeur d'utilité. Une évaluation doit donc tenir compte de ce risque d'illiquidité pour être conforme au texte normatif. La norme ne précise en revanche pas s'il s'agit d'une liquidité spécifique ou systématique.

Il ressort également des résultats de l'étude que le risque d'illiquidité est une préoccupation bien réelle, en particulier lors de l'évaluation des titres non cotés. Pour les autres instruments, la prise en compte du risque d'illiquidité ne semble en revanche pas systématique. L'étude montre également que la majorité des répondants considère l'illiquidité comme un risque spécifique. Il est inhérent à un actif et pas au marché en tant que tel. Du point de vue de l'évaluation, la question de savoir si le risque est systématique ou spécifique, est évidemment importante, seul le premier étant susceptible d'être rémunéré.

L'enquête met également en évidence que la majorité des répondants estime que la prise en compte du risque d'illiquidité systématique, notamment pour les titres des sociétés cotées, est peu pertinente voire impossible. Certains estiment en effet que seuls certains actifs seraient touchés en cas de crise majeure, ce qui est pourtant contredit par la crise de 2008, qui a bien mis en évidence un effet de contagion. D'autres encore pensent que ce risque ne peut être pris en compte, car difficile à modéliser en raison de sa faible occurrence, problème classique des queues de distribution.

Les résultats semblent donc montrer que la vision d'un risque d'illiquidité de nature spécifique est dominante, au détriment du risque systématique, et que les risques extrêmes ne sont pas correctement pris en compte dans les valorisations.

En conclusion, l'enquête montre que le risque d'illiquidité n'est que partiellement pris en compte, qu'il s'agisse des opérations de M&A ou de la préparation des états financiers. De surcroît, les effets de la crise de 2008 ne semblent pas avoir été pleinement intégrés par la communauté des évaluateurs.

Si l'illiquidité est considérée pour les titres non cotés, et même si elle n'est pas toujours correctement mesurée, en revanche ni les esprits ni les modèles n'intègrent les événements exceptionnels, les queues de distribution. À cet égard, ce risque exceptionnel est inhérent au système, mais peu ou pas pris en compte par les modèles.

Cela rejoint les réflexions de Knight (1921) et Perrow (1984). Knight distinguait ainsi le risque, modélisable, et l'incertitude, qui ne l'était pas. Perrow évoque quant à lui le cas du risque inhérent aux systèmes complexes, avec l'exemple de l'accident nucléaire de *Three Mile Island* en 1979 aux États-Unis. Il montre que tout système complexe est risqué, et qu'il faut donc intégrer ce facteur dans les modèles. Ce n'est pas le cas aujourd'hui pour le risque d'illiquidité systématique, en dépit des alertes et avertissements de la BCE.

Pour terminer, nous nous demandons si les règles et les normes sont en mesure de gérer la complexité du monde.

Présentation du 2nd papier de recherche

Arnaud Thauvron (université Paris-Est Créteil),

Marc Desban (université Paris-Est Créteil),

Pierre Astolfi (université Paris I Panthéon Sorbonne)

et **Sylvie Lecarpentier-Moyal** (université Paris-Est Créteil)

sur « *Valorisation et taux d'actualisation en IFRS: une prime de taille existe-t-elle sur le marché français ?* »

Arnaud Thauvron – Dans le prolongement du premier travail sur l'illiquidité, nous avons approfondi la question de l'existence d'une prime de taille sur le marché français. Les normes IFRS et les normes comptable (PCG) imposent de plus en plus aujourd'hui de réaliser des calculs actuariels. Cela soulève évidemment la question cruciale de la détermination du taux d'actualisation, sachant que beaucoup d'études ont montré que le Modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) n'était pas ou peu adapté aux sociétés ayant une faible capitalisation, et donc aux sociétés non cotées.

Cela nous amène à poser deux questions. Est-ce que cette prime de taille existe sur le marché français ? Et les modèles consistant à majorer le taux sans risque d'une prime de risque et d'une prime de taille, utilisés par les professionnels, sont-ils pertinents dans ce contexte national ?

Ce débat sur l'existence de la prime de taille date du début des années 1980 avec les travaux de Banz. Il avait montré qu'en classant les sociétés par capitalisation boursière apparaissait un écart entre la rentabilité observée sur le marché et la rentabilité attendue en application du MEDAF. Cet écart était d'autant plus important que la taille de la société était petite, d'où le nom de « prime de taille ». Cela a engendré tout un courant de littérature, dont certains travaux ont confirmé ce constat tandis que d'autres obtenaient des résultats plus partagés, voire concluaient à l'absence de prime de taille.

Nous nous sommes intéressés à l'existence de cette prime de taille sur le marché français. Pour cela, nous avons étudié un peu plus de 1200 sociétés sur 29 années en décomposant notre période d'études en deux sous-périodes afin de tenir compte du passage aux IFRS en 2005, celui-ci ayant évidemment un impact significatif sur les états financiers.

Dans le cadre de cette étude, nous avons classé les sociétés par taille pour mettre en évidence un effet lié à celle-ci. En réponse aux problèmes méthodologiques soulevés par les études antérieures, nous avons tenu compte de plusieurs mesures de la taille ou du risque.

Cette étude permet de formuler plusieurs constats. Le premier est l'absence de relation sur le marché français entre la taille et l'écart entre rentabilité attendue et observée. L'introduction d'un paramètre représentatif du risque systématique des titres ne modifie pas ce constat et ne permet pas davantage de mettre en évidence un effet taille. Une première hypothèse serait donc qu'il n'existe pas de prime de taille sur le marché français, contrairement à ce qui peut s'observer notamment sur les marchés nord-américains. Une autre hypothèse serait qu'un paramètre non pris en compte viendrait compenser cette prime de taille et ne permettrait pas sa mise en évidence sur ces bases.

Pour répondre à cette interrogation, nous avons mis en place une seconde étude introduisant un paramètre de qualité selon l'hypothèse que les grandes sociétés sont en moyenne de meilleure qualité que les plus petites, et présentent donc une rentabilité supérieure. Ce facteur joue ainsi en sens inverse du facteur de taille et pourrait

expliquer l'impossibilité de mettre en évidence une prime de taille dans le contexte français.

Pour mesurer cela, nous avons créé un score de qualité. En croisant à la fois la taille et la qualité, cette nouvelle étude met en évidence la réapparition d'une prime de taille. En effet, à qualité équivalente (bonne ou moins bonne), les petites capitalisations ont une rentabilité supérieure à celle des grandes capitalisations.

En conclusion de cette seconde étude, nous pouvons dire qu'il n'y a pas d'effet taille à lui seul. Les résultats en termes de *Bêta*, de rentabilité en excès ou de risque systématique observés sur le marché français ne sont pas cohérents avec ce que nous pourrions attendre dans le cadre de la théorie financière. En revanche, l'effet de taille se manifeste à nouveau lorsqu'une mesure de la qualité est introduite. Cela devrait conduire à faire preuve de prudence sur l'application un peu mécanique des modèles *ad hoc*, c'est-à-dire sur l'ajout systématique d'une prime de taille au taux d'actualisation.

Débat

Florence Didier-Noaro – Je voulais réagir concernant la prise en compte des risques de manière générale et de ce que cela signifie en matière de capacité de création de valeur durable. Cette question s'articule autour de quatre axes.

Le premier est bien sûr la prise en compte des risques dans les états financiers, et les questions que cela soulève. Les risques sont-ils pris en compte suffisamment tôt, et le niveau de provision ou de dépréciation est-il adapté ?

Le deuxième concerne ce qui est appelé *pre-financials*, c'est-à-dire l'information donnée dans les états financiers et permettant à un analyste de projeter la performance constatée sur la base des données historiques.

Le troisième est celui de l'information sur les risques encourus par les éléments ne figurant pas dans les comptes, le fameux capital immatériel, qui peut être vu comme l'écart entre la capitalisation et les capitaux propres de l'entreprise. Il y a là un champ important

qui s'est ouvert et les informations fournies au marché sur ce sujet sont de plus en plus nombreuses.

Le quatrième sujet est l'établissement d'un lien entre cette analyse des risques extra-financiers, qui couvrent un domaine beaucoup plus large que le développement durable, et la performance de l'entreprise. C'est là qu'il me semble y avoir vraiment des attentes du côté des analystes, notamment sur les nouveaux enjeux relatifs aux transitions écologiques et sociétales.

Charles-René Tandé – Il est vrai que les comptes sociaux que nous arrêtons sont basés sur le passé, mais nous n'avons pas vraiment de liberté : les textes nous l'imposent. Le Code de commerce nous oblige à tenir compte des passifs qui ont pris naissance au cours de l'exercice ou d'un exercice antérieur. Ce principe régit également les provisions pour risques et charges, qui concernent des événements survenus dans le passé ou en cours. Ce sont toujours des éléments qui ont pris naissance et sont donc connus avant la date de clôture. Tous les comptes sont établis sur ces bases.

La question des créances douteuses illustre bien le thème du « trop peu, trop tard ? » de cette table ronde. Les approches statistiques sont interdites ? L'exemple des procédures collectives le montre : la prise en compte requiert la survenance d'un événement, et permet au comptable de l'apprécier.

Un autre élément important dans le contexte français est l'imbrication du comptable et du fiscal. Les règles fiscales jouent un rôle important dans notre système. À partir du moment où ces règles ne permettent pas la prise en compte d'un risque particulier, la provision n'est pas enregistrée. Cela peut se révéler être un souci.

Le futur peut cependant être pris en compte dans des estimations. Cela sera le cas pour la dépréciation d'actifs, notamment les incorporels : il sera alors tenu compte des flux futurs et un taux d'actualisation devra être déterminé. Les risques sont alors pleinement pris en compte par une méthode d'analyse de valeur. De ce fait, l'intégration du futur est encore limitée car nos modèles sont pour l'essentiel tournés vers le passé. Des évolutions se font néanmoins jour : la norme IFRS 9 impose ainsi de tenir compte des pertes attendues

plutôt qu'avérées pour le risque de crédit. Cette approche ouvre une nouvelle perspective. Mais il n'en reste pas moins que notre système comptable est globalement tourné vers le passé, compte-tenu en particulier de la place du principe de prudence.

Benoît de Juvigny – Le risque de liquidité ou d'illiquidité est un sujet ancien, pris en compte par tous les financiers, plus ou moins bien probablement. En la matière, s'appuyer sur la dichotomie côté vs. non-côté pour apprécier la liquidité constitue une difficulté. La possibilité d'illiquidité sur des instruments cotés est un sujet de préoccupation très important. C'est à tort que le Conseil d'État dans une de ses jurisprudences assimile cotation et liquidité. C'est faux pour les obligations, où cette illiquidité est avérée, mais également pour des actions. On ne peut donc assimiler cotation et liquidité.

Concernant la prime de taille, l'absence de prime de taille m'apparaît assez contre-intuitive. Il faudrait explorer la possibilité de l'existence d'un biais sectoriel. Dans certains secteurs (banque, énergie), il n'y a pas de petits acteurs. Le secteur peut donc constituer un facteur de taille pour les entreprises. Or, dès que la taille augmente, il y a presque toujours un effet de diversification sectorielle ou géographique. Cette diversification des grandes entreprises est de mon point de vue ce qui les distingue des plus petites et cela peut constituer un facteur explicatif. Nous avons en ce moment une volatilité sur les marchés français qui affecte les petites capitalisations. Il y a deux ans, la situation était inversée. De ce fait, je suis sceptique sur la pertinence des données instantanées. La volatilité constitue la vraie différence. Et les petites capitalisations sont plus volatiles du fait de l'absence de diversification.

Michel Rollier – Ma première réaction est celle d'un industriel. Je suis de ce fait moins sensible aux risques financiers qui sont, comme vous l'avez rappelé, assez faciles, non à évaluer, mais du moins à caractériser.

Les dernières obligations imposées par l'AMF¹⁹ en matière d'informations sur les risques sont très marquantes. Elles imposent que les risques soient dorénavant mieux classés par catégorie et que soit tenu compte de leur importance en croisant occurrence et gravité. S'il y a incontestablement des risques financiers, il ne faut cependant pas oublier les risques opérationnels, dont témoignent les difficultés actuellement rencontrées par un grand groupe mondial. Ces risques opérationnels sont de différente nature : risque de continuité, de responsabilité civile ou de rupture d'approvisionnement, voire d'effondrement d'un client important. Ces risques opérationnels soulèvent des problèmes spécifiques. Ils restent cependant peu abordés dans les recommandations de l'AMF et soulèvent des difficultés dans l'approche consistant à croiser occurrence et importance. Ces risques ont en effet généralement une occurrence assez faible, mais une gravité extrêmement forte. À cet égard, des questions restent encore en suspens s'agissant des risques opérationnels.

Pierre Astolfi – La distinction entre côté et non-côté est faite par les répondants à l'enquête. Ils ont le sentiment que le risque d'illiquidité est avéré concernant les titres non cotés, et ils en tiennent compte. Le risque leur paraît en revanche plus faible ou plus difficile à appréhender pour les titres cotés. Il n'en reste pas moins vrai que le risque d'illiquidité existe dans le deux cas.

Cela rejoint l'articulation entre occurrence et gravité : le risque d'illiquidité est typiquement un risque d'occurrence faible, mais de gravité forte s'il se produit.

Les méthodes habituelles s'appuient sur le passé pour appréhender les risques futurs. Qu'en pensez-vous ?

Charles-René Tandé – Le passé est plus rassurant, puisque nous le connaissons. Le futur est plus incertain, c'est vrai. Ceci étant dit, il est légitime de se demander si les nouveaux modèles (big data,

19 - Autorité des Marchés Financiers.

intelligence artificielle...) permettront de développer la dimension prédictive et donc la possibilité de mieux intégrer dans les comptes ce qui pourrait advenir. Mais il y aura toujours des sujets susceptibles de remettre en cause la situation d'une entreprise. Ainsi, on peut prendre l'exemple actuel des grèves dans les transports qui impactent très fortement certaines activités. Or, les comptes sont arrêtés à fin décembre, sans que l'on dispose d'éléments sur la durée de ce conflit social. Comment dans ce contexte mesurer le risque qu'il fait peser sur l'entreprise, susceptible dans certains cas de remettre en cause sa pérennité ?

De manière générale, on pourrait dire que l'incertitude se réduit mais que le risque s'accroît. Ainsi en est-il en matière climatique et de transition énergétique. Certains secteurs et certaines entreprises seront très fortement affectés à un horizon relativement court de cinq ou dix ans. La question de la mesure de ces impacts se pose donc. En l'état, la législation ne nous permet pas d'intégrer ces risques aux états financiers.

L'analyse de ces risques figurera plutôt dans le rapport de gestion, qui sera plus ou moins détaillé en effet, mais ils ne pourront être intégrés dans les comptes annuels proprement dits. Peut-être faut-il réfléchir à une évolution en la matière.

Il y a donc des événements historiques qui permettent d'extrapoler le futur, à distinguer des risques issus d'une grève ou du Brexit par exemple ?

Charles-René Tandé – Je prends l'exemple de la grève, car elle est déjà là. Mais nous ne savons pas quand elle se terminera, et il y en aura sans doute d'autres dans le futur. Le Brexit est un autre sujet. En effet, certaines entreprises seront fortement impactées, mais la mesure de cet impact est difficile. Faute de pouvoir le faire avec précision, nous sommes contraints de nous limiter à le présenter dans le rapport de gestion. Il n'est évidemment pas intégré pour le moment aux états financiers.

Michel Rollier – Je voudrais rappeler que le document de référence prévoit, et l’AMF y a veillé et y veille, à ce que les risques soient mentionnés. Dans les catégories présentées, celle du risque stratégique vient nous rappeler que, regardant une entreprise, nous ne regardons pas que ses comptes mais l’ensemble, beaucoup plus important, de son document de référence, qui inclut donc une description des risques encourus. Celle-ci peut ne pas être parfaite, mais elle est notamment là pour rappeler, par exemple, que pour un fabricant de composants pour moteurs thermiques, l’arrivée de l’électricité risque de faire disparaître l’activité. Sans que cela puisse faire l’objet d’un enregistrement comptable, il y a néanmoins de nombreuses informations qui peuvent être communiquées en comptant sur l’intelligence du lecteur.

Florence Didier-Noaro – Les états financiers fournissent un certain nombre d’informations sur des éléments de prévision. C’est le cas notamment du test de dépréciation sur les actifs incorporels, qui impose d’apprécier la probabilité de recouvrement de cet actif. Il faut donc faire des hypothèses de cash-flows et de niveau de risque les affectant. De la même façon, il est possible de communiquer sur les passifs éventuels. Des moyens existent donc pour traduire les risques dans les comptes, et certaines entreprises le font déjà. La transition écologique peut ainsi conduire à des dépréciations.

Nous pouvons aussi avoir des informations sur la manière dont une entreprise se prépare à une transition, à la gestion d’un risque. Cela peut être les coûts qu’elle engage pour la santé et la sécurité, ou pour organiser une transition de manière générale. Des informations peuvent également être fournies sur la part des produits et services correspondant davantage aux nouvelles attentes de consommation. Tous ces éléments peuvent utilement nourrir la réflexion.

Ceci dit, cela reste insuffisant. D’autres dispositifs viennent alors compléter cette information, parmi lesquels notamment la description du modèle d’affaires et la manière dont ce modèle d’affaires peut être impacté par les risques émergents. Il s’agit notamment de savoir comment l’entreprise fait évoluer sa stratégie pour répondre à ces risques. Le chapitre « facteurs de risque » significativement renforcé,

à la fois par les réglementations sur la déclaration de performance extra-financière, mais aussi par la nouvelle directive transparence, apporte aussi des informations.

Tous ces éléments permettent de réaliser une analyse. Les besoins des analystes, tels qu'ils sont ressortis d'une enquête menée à la rentrée par la SFAF, concernent la compréhension fine de la stratégie de l'entreprise et de son business model, et de la manière dont les nouveaux risques sont susceptibles de les remettre en cause. Ils ont aussi besoin d'indicateurs de performance fiables, validés, audités, pour s'assurer que la stratégie donne les résultats attendus.

*La catégorisation des risques est-elle également importante ?
Les risques ne sont pas les mêmes, par exemple entre un risque matière première, un autre de type politique ou un risque industriel (comme celui de Boeing par exemple).*

Michel Rollier – L'impact du risque industriel est considérable. Dans le document de référence de Boeing en 2017, avant la crise, le risque y était effectivement très clairement indiqué. Il ne pointait pas spécifiquement un modèle d'avion, mais le document précisait que l'entreprise pouvait être impactée par sa difficulté ou son incapacité à atteindre les niveaux de fiabilité attendus par les normes ou les clients. Il n'est pas possible d'en dire plus dans un tel cas. Et, ayant lu cela, est-ce qu'il est possible de prévoir un tel risque industriel chez Boeing ? Ce n'est pas le cas, bien évidemment. Nous arrivons ici aux limites de la communication sur les risques.

*Qu'en est-il de risques encore plus difficiles à cerner,
comme l'évolution des tarifs commerciaux américains ?*

Michel Rollier – Je crois qu'il faut souligner qu'il y a des limites à la capacité de prévision d'un chef d'entreprise.

Florence Didier-Noaro – Sur ce sujet, l'exercice est exigeant, mais il est de plus en plus demandé aux entreprises de faire des scénarios. Prenons l'exemple du risque climat. Il s'agira d'examiner différentes

hypothèses, ce que des entreprises ont commencé à mettre en place. Que se passe-t-il si nous sommes dans un monde dont la température moyenne a augmenté de deux degrés, de quatre degrés ? Cette approche est particulièrement appropriée lorsqu'une incertitude existe, mais que, comme dans ce cas, il est possible de disposer d'éléments tangibles pour construire des scénarios.

*Certains risques semblent difficiles à cerner et à évaluer.
Comment les identifier, les maîtriser et les reporter ?
Et surtout, y a-t-il de bonnes pratiques ?*

Benoît de Juvigny – S'agissant de la présentation des risques, un règlement européen relatif au prospectus est entré en vigueur en juillet 2019. Parmi les nouveaux éléments introduits, le plus important est sans aucun doute la refonte complète de la présentation des facteurs de risque. Certaines entreprises l'ont déjà anticipé pour l'exercice 2019, d'autres sont encore en cours d'élaboration et publieront des documents de référence qui seront mis à jour par la suite.

La finalité de ces nouvelles règles reste formulée de manière générale par le règlement européen, puisqu'il s'agit de permettre aux investisseurs de prendre des décisions informées. Des éléments accompagnent donc les états financiers, l'ensemble constituant le document de référence. Les facteurs de risque en font partie, et désormais ils doivent être spécifiques à l'entreprise. Auparavant, la description, souvent très abondante, des facteurs de risque était rédigée de manière assez générique par les avocats de l'entreprise, et ne comportait que peu d'éléments sectoriels. Cette situation participait aux critiques formulées sur la longueur et le manque de pertinence de certaines parties du document de référence. Désormais, les facteurs de risque doivent donc être spécifiques à l'entreprise, et cela constitue une évolution majeure. Il faut cependant reconnaître, ainsi que l'on d'ailleurs souligné les avocats, que cette évolution vers une information spécifique expose davantage les entreprises.

Des concepts nouveaux ont été introduits. Si les risques sont spécifiques aux entreprises, ils doivent l'être également aux valeurs mobilières pour les prospectus d'émission. Cela constitue un

facteur important pour la décision d'investissement. Il est également demandé aux entreprises de qualifier l'importance de ces facteurs de risque en fonction de leur probabilité d'occurrence et de l'ampleur de leur impact potentiel. Chaque facteur doit être décrit de manière adéquate, en détaillant ses conséquences pour l'émetteur ou la valeur mobilière. Il est également demandé de les organiser en les répartissant en catégories et sous-catégories, au sein desquelles ils doivent être hiérarchisés. Ce reporting nouveau est exigeant et demande l'exercice du jugement pour être établi.

Les risques doivent être présentés en montant brut, mais il faut également tenir compte des facteurs susceptibles de les atténuer et les présenter en montant net, en fonction de la manière dont ils sont gérés.

Des travaux sont organisés entre régulateurs européens pour apprécier la qualité des informations fournies, la mise en place d'une nouvelle réglementation étant toujours un moment délicat. La qualité des documents établis est inégale, mais nous tenons compte de la nouveauté de la réglementation dans les relations avec les émetteurs. Cette circonstance atténuante n'a évidemment pas vocation à perdurer.

Même si la mise en œuvre du nouveau texte est délicate, l'évolution est positive et légitime, dans la mesure où elle participe à la bonne information des investisseurs. Quelle que soit la qualité des états financiers, une information supplémentaire sur les risques est utile et nécessaire.

Charles-René Tandé – L'élaboration de scénarios suppose la mobilisation de moyens et de ressources qui peuvent être excessifs pour les PME ou les ETI. L'identification des risques est généralement possible et souvent bien réalisée. La réalisation d'analyses pour cerner les impacts, examiner différentes hypothèses, paraît en revanche plus délicate car plus complexe et plus coûteuse pour les entreprises. Nonobstant l'importance des moyens à mobiliser, les informations peuvent également être délicates à obtenir. Il est certes possible de progresser, mais les PME n'ont pour le moment pas encore cerné de manière exhaustive l'ensemble de ces risques.

Florence Didier-Noaro – La question de l'identification et de l'évaluation constitue une vraie difficulté pour ces nouveaux risques. Des risques peuvent être identifiés, sans que leurs conséquences sur l'économie et les entreprises ne soient identifiées. Il en va ainsi par exemple du creusement des inégalités, de la corruption, de la réduction de la biodiversité ou du changement climatique. Une des difficultés est d'évaluer leurs conséquences non seulement sur le périmètre d'opération de l'entreprise, mais sur l'ensemble de la chaîne de valeur, en y incluant donc les partenaires (fournisseurs...). Ainsi, s'agissant des risques liés au changement climatique, un des enjeux importants est d'identifier les ruptures d'approvisionnement potentielles. Il s'agit d'un aspect essentiel dans une économie mondialisée où interagissent des groupes internationaux.

Pour autant, ces risques doivent être maîtrisés si nous voulons durablement créer de la valeur.

Michel Rollier – Le défi à relever est en effet important. Dans l'exemple de Boeing, l'entreprise ne pouvait pas donner davantage d'information. Pourtant, à la lecture de leur rapport indiquant ce risque de fiabilité, personne n'aurait pu envisager les événements survenus depuis.

L'information soulève également des problèmes de confidentialité, qu'il ne faut pas sous-estimer. Dans le cas de l'entreprise, non cotée, dont les locaux ont récemment brûlé à Rouen, la liste des produits chimiques détenus n'avait pas été diffusée en raison des risques d'attentat. Il en va de même dans le cas de Boeing, qui, comme la plupart des entreprises, informait de la souscription d'une police de responsabilité civile, sans en donner le montant. Divulguer le montant de votre assurance donnerait en effet une information précieuse à la partie adverse en cas de litige. Et connaître le montant de l'assurance ne me renseignerait pas davantage sur le niveau de risque.

Dans le cas de Michelin, la plupart des usines sont situées dans la zone cyclonique du sud-est des États-Unis. Cela suppose-t-il de fournir des cartes montrant la répartition historique de ces phénomènes climatiques? Savoir jusqu'où aller dans l'information reste

un véritable sujet, difficile en dépit des listes très développées que peuvent élaborer les juristes.

Finalement, des progrès restent à faire en matière de transparence bien sûr, toutefois le vrai levier permettant de préserver l'intégrité de l'entreprise reste le contrôle interne. Un contrôle interne efficace, épaulé par le conseil d'administration et le comité d'audit constitue un levier essentiel de connaissance et de maîtrise des risques.

Benoît de Juvigny – Dans les textes que l'AMF applique, la confidentialité des affaires peut être préservée. Cela étant dit, il faut dialoguer avec les émetteurs pour s'assurer que les exceptions aux obligations d'information sont bien justifiées par l'intérêt de l'entreprise. Le cas se présente également pour les provisions comptables : dans des cas extrêmement rares, il est possible de ne pas communiquer certains éléments.

J'ai beaucoup de respect pour les comités d'audit et ils constituent en effet le premier niveau de sécurité. Toutefois, la pression du marché, l'obligation d'information amènent les entreprises à mieux gérer leurs risques et en cela elle a des vertus.

Que faut-il demander aux états financiers en matière de représentation des risques ? Quelle place donner aux notes ? Faut-il privilégier le quantitatif ou le qualitatif ?

Florence Didier-Noaro – Un membre de l'IASB a récemment produit un document expliquant en quoi les normes IFRS actuelles permettent de fournir une information de qualité sur le sujet du changement climatique, exemple de risque émergent. Sur la base des textes actuels, nous avons déjà la possibilité de constater des éléments et de fournir des informations sur les risques. Cela doit se faire par un enrichissement des informations en notes, et pas uniquement par l'enregistrement de dépréciations ou de provisions. Cela passe également par les commentaires et explications fournis dans le rapport de gestion.

Benoît de Juvigny – S’agissant du risque extra-financier, le système actuel repose sur un ensemble formé des états financiers et des facteurs de risques dont l’identification et la présentation ont été revues. Ces risques extra-financiers et leur déclaration restent une nouveauté juridique, dont la mise en œuvre est compliquée. Dans la transposition en droit français de la directive européenne, la question des risques a été particulièrement mise en avant. Cela peut ne pas être simple pour les entreprises, qui doivent mettre en avant les risques, parfois extra-financiers, qu’elles estiment importants pour un investisseur financier averti dans leur prospectus. Il lui est demandé de surcroît, dans sa Déclaration de performance extra-financière (DPEF), de détailler d’une manière très complète ces mêmes risques extra-financiers.

L’AMF a publié en novembre 2019 un rapport sur ces DPEF, mettant en évidence des bonnes pratiques dont nous essayons d’accompagner le développement. De ce point de vue, la place française se situe plutôt à un bon niveau, par rapport à ce que produisent d’autres émetteurs européens, même si ce sujet reste complexe. Une demande émerge en provenance des investisseurs, de l’opinion publique, mais aussi des gestionnaires d’actifs. Ces derniers sont tenus de leur côté de prendre en compte ces risques extra-financiers dans leurs décisions d’investissement. Ils vont donc exiger auprès des entreprises des informations pour que ces risques extra-financiers puissent être analysés et être pris en compte dans le processus de décision. Cette dimension est très présente dans la communication des fonds d’investissement en France, même si elle est peut-être partiellement artificielle. Il faut donc que les documentations mises à disposition par les entreprises satisfassent les exigences de ces gérants, sur des axes dont l’importance est croissante.

Michel Rollier – Je suis tout à fait d’accord avec les propos tenus. En soulignant les difficultés en matière de communication sur les risques, je parlais à la fois de l’obstacle de la confidentialité, du secret des affaires, mais aussi de celui de la compréhensibilité et de la pertinence. Votre communication aura-t-elle un sens pour le lecteur ? Je me suis davantage attaché aux risques opérationnels, parce que

les risques financiers et stratégiques avaient été traités par ailleurs. Mais les risques forment bien entendu un ensemble. La directive européenne impose de classer les risques par nature, et je crois cela très important. Il ne faut pas mélanger les risques financiers avec ceux de continuité d'activité. La mise en place de familles claires rend plus compréhensible la déclaration. Par ailleurs, la directive impose également de hiérarchiser les risques, ce qui est très judicieux : il faut être sélectif dans la déclaration. Ceci dit, une entreprise restera toujours une entité intrinsèquement risquée, et rien ne peut changer cela. La communication sur les risques peut progresser, mais tout investisseur doit savoir que la vie d'une entreprise est soumise à des aléas qui ne sont pas tous prévisibles.

Charles-René Tandé – La nature du risque est importante. Certaines petites ou moyennes entreprises sont vouées à disparaître dans les prochaines années en raison de l'obsolescence annoncée de leur *business model*. Vous êtes donc face à une alternative. Faut-il le taire, et attendre la chute, en arguant du secret des affaires ou communiquer mais alors avec quelles conséquences ? Il est possible de faire reposer la responsabilité sur les investisseurs, à qui il revient de procéder à l'analyse stratégique, mais cela ne résout pas la question de la posture à adopter dans la communication financière.

Pierre Astolfi – Le risque fait partie intégrante du modèle de l'entreprise. J'évoquais tout à l'heure le cas de l'accident industriel à *Three Mile Island* en 1979 et la théorie de l'accident normal. Nous sommes dans une situation où de nombreux risques inhérents au modèle existent, dans de multiples domaines : nucléaires, environnementaux, liquidités, financiers, et l'accident est juste normal.

La difficulté est d'intégrer l'information sur ces risques dans les valorisations ou les documents de référence. La question est celle de la diffusion de la meilleure information possible. Celle-ci ne sera jamais parfaite, et il faut en partie au moins se reposer sur l'intelligence du lecteur.

*Mais justement, quelle est la limite du secret ?
Où placer la fin du secret industriel ?*

Michel Rollier – Il est très difficile de donner une réponse générale, car ce qui caractérise ces risques opérationnels est le fait qu'ils restent spécifiques à chaque entreprise. La nature du risque financier est intrinsèquement toujours la même : risque de crédit, risque de change pour ne citer qu'eux. Mais toutes les activités industrielles sont différentes : certains supportent un risque d'approvisionnement ; d'autres. Et il ne faut pas omettre la possibilité toujours présente d'une crise. En France, 15 000 salariés vont perdre leur emploi parce que Volkswagen supporte aux États-Unis les lourdes conséquences de sa politique sur le diesel, ralentissant considérablement l'activité sur ces motorisations par contrecoup en Europe. Je ne suis pas certain que ces industriels français pouvaient avoir conscience des risques de leur stratégie sur les motorisations diesel.

Benoît de Juvigny – Sur ces questions, il est possible de donner la diversification de ses clients, afin de permettre l'appréciation de son degré de dépendance. La question de l'information sur la diversification des activités se posent aussi. Il est vrai que la diversification est un sujet difficile pour une PME, pour laquelle les incidents seront en outre beaucoup plus rapidement significatifs. Dans une grande entreprise, le seuil de matérialité a pour conséquence que des événements perdent rapidement de leur importance. C'est beaucoup moins vrai pour une PME. Dans ce contexte, les questions de communication et de préservation du secret des affaires deviennent rapidement délicates.

De manière plus générale, il faut réfléchir aux conséquences d'une introduction en bourse pour une PME, compte-tenu du volume et donc du coût de la communication financière. Celle-ci est exigée par le régulateur pour permettre au marché de bien fonctionner, mais les exigences à l'égard des entreprises doivent être justement appréciées.

La solution est d'avoir recours à d'autres sources de financement que la cotation. Le private-equity s'est ainsi considérablement renforcé ces dernières années et peut être une alternative crédible

à l'introduction en bourse. Celle-ci requiert par essence une communication financière étoffée, et il faut être disposé à consentir l'effort nécessaire. Si ce n'est pas le cas, d'autres solutions existent, ce qui explique probablement le développement considérable du *private-equity* en France, en Europe et aux États-Unis.

Florence Didier-Noaro – L'analyste financier a besoin d'informations pertinentes pour travailler. L'équilibre entre information du marché et le secret des affaires est donc difficile à trouver pour les entreprises. Mais c'est un point qui reste à résoudre, car le marché a besoin d'informations de qualité.

Témoignage de Yasunobu Kawanishi, ASBJ

Avons-nous su tirer tous les enseignements de la crise financière récente ? Beaucoup d'entreprises ont subi des pertes considérables, et comme à chaque fois dans ce cas, il faut se demander si ces pertes ont bien été comptabilisées en temps utile. En tant qu'agence de normalisation comptable, nous sommes convaincus que les normes comptables doivent permettre aux entreprises de rendre compte de leur situation financière. Lorsque des pertes sont encourues, ces normes doivent donc permettre leur comptabilisation ponctuelle.

Dans cette perspective, le *goodwill* et son traitement en normes IFRS constituent un sujet de préoccupation. Il nous semble que la perte de valeur est comptabilisée trop tardivement par rapport à sa réalité économique.

Tout d'abord, le test de dépréciation est réalisé au niveau de l'unité génératrice de trésorerie. Or nous savons que du fait de l'existence d'un *headroom*, *goodwill* généré en interne et non comptabilisé, aussi appréhendé par la notion de *shielding factor*, la dépréciation du *goodwill* acquis ne va pouvoir intervenir que tardivement. L'ASBJ a tenté, sans succès, de développer un modèle comptable tenant compte de ce *headroom*. La question du *too little – too late* continue donc de se poser avec acuité.

La seconde question est de savoir si le *goodwill* acquis est un actif amortissable, afin de déterminer le traitement à appliquer.

L'ASBJ estime que le *goodwill* acquis est toujours amortissable, mais reconnaît que ce point de vue ne fait pas l'unanimité. Toutefois, il nous semble difficile d'affirmer que ce n'est jamais le cas, et de ce fait une partie au moins du *goodwill* devrait être considérée comme un actif amortissable.

IFRS 3²⁰.BC313, identifie six composants au *goodwill*, dont deux constituent le *core goodwill*: il s'agit de la juste valeur de la pérennité de l'activité (*going concern*, composant 3) de l'acquéreur d'une part, la juste valeur des synergies attendues du regroupement des activités de l'autre (composant 4). Il faut donc analyser ces éléments pour savoir si le *goodwill* est amortissable. En supposant que les entités participant au regroupement ont dégagé antérieurement à celui-ci des rentabilités se situant dans la moyenne sectorielle, le composant 4 et probablement une partie du composant 3 valoriseraient donc la capacité des entreprises regroupées à dégager une rentabilité supérieure à la moyenne sectorielle. Dans un marché concurrentiel, ce surcroît de rentabilité disparaît progressivement, au terme d'un délai que la recherche fixe à cinq ou dix ans.

En 1999, le FASB écrivait dans un *exposure draft* que si le *goodwill* pouvait en partie avoir une durée de vie indéfinie, la majorité des éléments le constituant avait une durée de vie finie. En effet, le *goodwill* est calculé comme un montant résiduel, et comporte donc des actifs qui n'ont pas pu être mesurés individuellement. Le FASB concluait que s'il était difficile de distinguer entre les différentes parties formant le *goodwill*, il n'en restait pas moins que le considérer dans son ensemble comme ayant une durée de vie indéfinie ne donnerait pas une image fidèle. Si au moins une partie du *goodwill* devrait être considérée comme amortissable, ne pas le faire conduit à surestimer la valeur de cet actif, à sous-estimer les charges et donc à surestimer le résultat. Cela signifie que le modèle actuel serait entaché par ce risque d'une prise en compte du risque de manière insuffisante et trop tardive (*too little – too late*). Son ampleur dépend évidemment de l'importance de la part amortissable du *goodwill*.

Si, comme l'ASBJ le pense, le *goodwill* dans sa totalité constitue un actif amortissable, elle serait donc très significative.

En juin dernier, la réunion du *board* de l'IASB a abordé la question du *shielding factor*. Il souligne que l'examen de ce sujet a permis de comprendre que, de ce fait, la dépréciation intervenait tardivement, voire pas du tout. Le président en concluait que l'IASB se devait de rétablir l'amortissement du *goodwill*. Lors de la probable prochaine crise financière, les marchés de capitaux seraient très vraisemblablement profondément affectés, et des dépréciations considérables comptabilisées. Le public demandera alors des comptes à l'IASB sur les actions entreprises en la matière. Le président du board a alors conclu en affirmant la nécessité de mettre en place une solution simple, certes imparfaite mais résolvant au moins la question du *too little – too late* qui nous impose d'agir.

La valeur temps de l'argent: les enjeux des taux d'actualisation

Présentation du projet de recherche par **Véronique Blum** (université Grenoble Alpes) et **Pierre Théron** (ISFA, université Lyon 1) sur les pratiques des taux d'actualisation.

Débat: **Sonia Bonnet-Bernard** (SFEV), **Jean Bouqurot** (CNCC), **Françoise Flores** (IASB), **Antoine Lissowski** (CNP Assurances)

Témoin: **Linda Mezon** (AcSB)

Pierre Therond – La question des taux d'actualisation concerne un sujet comptable particulier, celui de l'évaluation, qu'il s'agisse de l'obtention de valeurs patrimoniales, d'éléments de résultat, de calculs de dépréciation ou de désactualisation en particulier. Dans la plupart des normes IFRS, un principe d'évaluation est énoncé, qui peut ou non donner lieu à la mise en place d'un modèle d'actualisation des flux futurs et donc requérir l'utilisation d'un taux d'actualisation. Les taux d'actualisation ont donc un impact sur les états financiers et sur le contenu des annexes.

Cette évaluation fondée sur le taux d'actualisation peut adopter un point de vue, celui de l'entreprise ou du marché par exemple, même si ce n'est pas toujours explicite.

Le taux d'actualisation comporte deux composantes: une dimension temporelle (la valeur temps de l'argent) et une valorisation du risque. Il s'agit là d'un élément important, qui n'est pas non plus toujours explicitement formulé ainsi dans les normes, en particulier pour les textes les plus anciens.

Véronique Blum – Le rapport est divisé en quatre parties : une perspective historique, une recension des mentions du taux d'actualisation dans les normes IFRS, une revue de littérature et une enquête auprès de trente praticiens sur leurs pratiques des taux d'actualisation.

Historiquement, la capitalisation relative au paiement d'intérêts est intimement liée à la comptabilité depuis plusieurs millénaires, il faudra attendre la formalisation mathématique des calculs de taux d'intérêt au XVIII^e siècle pour que l'actualisation puisse être dérivée de calculs de capitalisation désormais formalisés. Ce n'est qu'à partir des années 1910-1920 que l'actualisation servira d'outil d'évaluation. La perspective historique nous permet donc de rappeler que la pratique de l'actualisation est nettement moins ancienne que celle de la capitalisation et que des leçons peuvent probablement encore être tirées.

Pierre Therond – La notion de taux d'actualisation et les rôles qui lui sont assignés varient dans les normes comptables. La norme IAS 36 mentionne ainsi l'intégration de la valeur temps de l'argent. Il faut également que le taux d'actualisation tienne compte des risques qui ne sont pas intégrés dans le montant des flux projetés. La détermination des taux d'actualisation fait également l'objet de précisions, parfois sibyllines (*an entity uses surrogates to estimate the discount rate, IAS 36.57*) mais qui renvoient également à des méthodes particulières (MEDAF, taux d'intérêt incrémental, taux de marché). À l'inverse, la norme IAS 19²¹ ne spécifie que très peu les modalités d'application s'agissant des taux d'actualisation, ce qui aboutit à une grande diversité de pratiques.

En matière d'évaluation, le cas de référence est celui de la valorisation des options dans un marché actif : elle peut être analysée comme formée d'une valeur intrinsèque et d'une valeur temps. Pour autant, le contexte général n'est pas celui-ci, et il faudra prendre en compte un ensemble de risques plus ou moins faciles à modéliser en l'absence d'un prix de marché. Ces risques sont néanmoins à

21 - IAS 19 : *Avantage du personnel*.

intégrer dans la démarche d'évaluation, soit sous forme d'une prime de risque ajoutée au taux d'actualisation, soit en ajustant les flux à actualiser.

Véronique Blum – Le risque est une question prégnante dans la littérature académique et l'année 2019 a été marquée par la question de l'intégration du risque dans les mesures comptables.

Badia, Barth, Duro et Ormazabal (2019) soulignent le fait que la juste valeur a une valeur informationnelle limitée en raison de biais et d'erreurs d'estimation. Pour contourner cette limite, les auteurs proposent de donner davantage d'informations sur la distribution en communiquant le niveau du premier décile (P10) et de la médiane (P50).

Nous avons réalisé des travaux complémentaires, qui ont permis de mettre en évidence que le raisonnement optionnel, fondé sur un coût historique associé à la volatilité du sous-jacent, est intégré par les acteurs de marché dans l'évaluation des actifs.

Pierre Therond – S'agissant des modalités de prise en compte des risques, les deux approches archétypales sont d'une part l'intégration dans les flux de trésorerie, pratique observée en particulier dans le monde de l'assurance, et d'autre part l'utilisation d'une prime de risque ajoutée au taux d'actualisation.

Même si ces deux approches devraient théoriquement déboucher sur les mêmes résultats, c'est rarement le cas en raison de biais méthodologiques, de problématiques de modélisation, voire de calibrage de la prime de risque. Les échanges que nous avons eus montrent pourtant que l'intégration explicite de risques dans les projections de *cash-flows* accroît la crédibilité de l'évaluation et permet de mieux identifier les risques pris en compte de cette manière.

Véronique Blum – La dernière partie de notre rapport dresse un état des lieux, sur la base d'une trentaine d'interviews menées auprès des professionnels, afin de cerner leurs approches lors de la fixation des taux d'actualisation et les difficultés rencontrées.

Quelques éléments sont revenus de manière récurrente. Le premier concerne IAS 36 et la question du choix du taux : celui-ci doit-il correspondre au taux de l'entité ou du groupe, et quels sont les critères de choix ? La discordance entre les taux utilisés pour les décisions d'investissement et ceux communiqués dans les rapports financiers en application des normes IFRS revenait également fréquemment. Enfin l'actualisation à l'infini, sous forme de rente perpétuelle, du dernier flux d'une séquence suscite presque systématiquement des remarques. La valeur obtenue va en effet être formée pour l'essentiel de cette rente, et cela d'autant plus que les taux sont bas.

Pierre Therond – Le MEDAF^{F22}, explicitement mentionné par les normes IFRS comme étant l'une des méthodes permettant de fixer des courbes de taux d'actualisation, suscite de multiples questions de la part des praticiens. Elle concerne en particulier les taux et les primes à retenir ainsi que l'horizon historique à utiliser, sachant que, en contradiction avec l'hypothèse gaussienne, le choix de cet horizon a une influence sur les résultats obtenus.

Les personnes interrogées ont fait part d'une faible croyance dans la pertinence du modèle, dans la lignée de la critique dont il fait l'objet depuis les années 1960, et cela d'autant plus qu'il n'est pas mobilisé pour les processus décisionnels. Cette dualité entre les modèles normatifs et les modèles décisionnels constitue une difficulté pour les praticiens.

Véronique Blum – En effet, les praticiens ont l'impression d'être obligés de rendre leur pratique opérationnelle cohérente avec un dispositif théorique et la projection réalisée lors de cet exercice ne correspond pas à leur perception de la réalité.

Nous avons enfin formulé quelques recommandations. Quatre d'entre elles (n° 1, 2, 3 et 5), préconisent une clarification des dispositions normatives, qu'il s'agisse des objectifs de la mesure, du vocabulaire, notamment probabiliste, utilisé, ou des sources d'information.

Beaucoup de questions ont en effet émergé autour de la légitimité des sources à utiliser pour le calcul de la prime de risque, du coût des fonds propres ou du coût du capital.

Pierre Therond – D'autres recommandations (n° 4, 6, 7 et 8) portent sur d'autres clarifications également souhaitables. Compte-tenu du contexte actuel, l'intégration d'une structure par terme des taux d'intérêt nous semble potentiellement pertinente. Dans un autre domaine, il pourrait également être judicieux d'inciter à une modélisation explicite de certains risques dans les flux de trésorerie, ce qui pourrait en outre avoir des vertus performatives s'agissant de leur identification et modélisation. Cela permettrait également de confronter le prévisionnel et le réalisé, ce qui pourrait s'avérer pertinent pour le lecteur des états financiers.

Débat

Françoise Flores – Vous mettez en évidence des divergences de pratiques, expliquées par des imprécisions dans des normes que vous avez l'air de juger insuffisamment prescriptives. Il s'agit effectivement d'un sujet important à plusieurs titres. D'abord, il touche à la fiabilité de l'information financière, qui est une valeur cardinale. Ensuite, il concerne un objectif stratégique, celui d'avoir des pratiques comptables dont la dénomination « IFRS » ne serait pas le seul point commun, mais qui permettraient de produire des informations financières réellement comparables. Nous sommes donc au cœur des objectifs que nous poursuivons.

Vous ne serez pas étonnés de savoir que nous avons été interrogés sur ce sujet dès 2011, lors de la première consultation publique sur notre programme de travail. En conséquence, l'IASB a lancé un projet de recherche, de 2014 à 2017, qui avait pour but d'identifier les mesures à prendre.

Il est possible de constater qu'au fil du temps, la rédaction des modalités pratiques, à appliquer, des précisions apportées sur la formulation de l'objectif poursuivi, a progressé. De ce fait, un vrai contraste existe entre des normes récentes, telles qu'IFRS 17 sur les

contrats d'assurance ou IFRS 13 sur la juste valeur, et des normes plus anciennes, rédigées à une époque où les évaluations étaient moins sophistiquées. Les normes IAS 19 sur les avantages du personnel ou IAS 37 sur les provisions n'ont en effet pas de base d'évaluation identifiées ou laissent beaucoup de place à l'interprétation.

Ces constats ont déjà été établis. Début 2017, l'IASB a décidé, en accord avec l'ASAF²³, de ne pas lancer un projet de refonte des normes sur le sujet des taux d'actualisation. En revanche, les enseignements du projet de recherche seront intégrés chaque fois qu'une norme sera étudiée. Le programme de travail, qui fera l'objet d'une consultation publique en 2020, nous offrira l'opportunité de traiter ce sujet pour certaines normes.

Je voudrais également réagir sur le caractère prescriptif que vous avez l'air de nous encourager à accentuer dans les normes. Je crois pouvoir dire que nous avons de bonnes raisons de ne pas aller aussi loin que ce que j'ai cru comprendre de vos recommandations.

Deux raisons guident notre décision. D'une part, nos normes s'appliquent dans des environnements économiques et géographiques extrêmement variés, et dans des entreprises différentes. Il nous faut donc accentuer tout ce qui permet la compréhension de l'objectif à atteindre, mais il faut surtout laisser au praticien la liberté de déterminer la meilleure façon d'atteindre cet objectif. Ceci explique la diversité existante. La seconde raison vient de l'évolution des pratiques d'évaluation. Si nous enfermions dans des prescriptions trop précises, ceci alors que nous avons un processus de normalisation qui requiert par définition du temps, nous aurions très rapidement des obligations normatives obsolètes par rapport aux pratiques. Nous avons donc vraiment deux excellentes raisons de ne pas aller trop loin dans la prescription.

Pierre Therond – Nous recommandons de clarifier les concepts, et non pas de déterminer a priori les courbes de taux à utiliser. Par exemple, la norme IAS 19 ne comporte pas de précisions sur les

23 - Accounting Standards Advisory Forum.

méthodes d'évaluation à adopter: il y a des pratiques de marché (actualisation des flux de trésorerie) mais sans soubassement normatif, alors que les normes IFRS 9 ou IFRS 17 comportent ces précisions. Les recommandations concernent également les informations à fournir sur les méthodes d'évaluation mises en œuvre, et les données utilisées, sans qu'il soit besoin d'être prescriptif en la matière.

Sonia Bonnet-Bernard – À mon sens, les normes IFRS sont déjà extrêmement prescriptives en matière d'évaluation, mais je ne veux pas m'avancer davantage en la matière. Les évaluateurs traitant un monde futur, avec ce que cela implique d'aléas, ont peu de certitudes. Un principe et deux vérités encadrent cependant leur activité.

Le grand principe est celui de la cohérence. Quand un taux d'actualisation est déterminé, les paramètres qui le composent doivent être mutuellement compatibles. Il faut également que le taux et les flux auxquels il s'applique soient cohérents.

La première vérité concerne le taux d'actualisation, qui doit rendre compte à la fois de la valeur temps et du risque. L'actualisation des flux d'annuités d'emprunts, prend bien en compte cette valeur temps, au moyen d'un taux sans risque, et du risque (en l'espèce un risque de crédit) appréhendé sous la forme d'un *spread* dépendant de la notation de la société. Dans le domaine de l'évaluation d'entreprise, les pratiques actuelles retiennent plutôt le coût du capital, obtenu grâce au MEDAF, que chacun va adapter. Le MEDAF s'appuie également sur un taux sans risque, avec toutes les difficultés de détermination de celui-ci, et tient compte du risque de marché, auquel nous appliquons un risque spécifique à l'entreprise évaluée, et connu sous le nom de *Bêta*.

Le taux d'actualisation est donc formé d'un taux sans risque et d'une prime de risque, et le coût du capital reconstitue le rendement de marché.

La seconde vérité est qu'isolé, le taux d'actualisation ne signifie rien. Il faut l'appliquer à une séquence de flux cohérente. De manière générale, le management opérationnel élabore des plans d'affaire fiables, car suivis au fil du temps, sur des horizons temporels de deux ou trois ans, plus rarement cinq ans. Ces plans d'affaire sont bien

étayés et peuvent servir de base aux échanges. Un évaluateur ne peut évidemment en rester là. Modéliser le flux terminal est un exercice capital, étant donné le poids de la valeur terminale dans l'évaluation obtenue. Or ce flux terminal ne peut simplement prolonger le plan d'affaire, qui ne s'achève généralement pas en milieu de cycle. Il faut donc se projeter au-delà, ce qui constitue un exercice difficile pour le management opérationnel dont ce n'est pas l'horizon temporel habituel. L'évaluateur va ici participer à l'élaboration de scénarii, les approches stochastiques souvent préconisées restant par trop théoriques. Cela permet de projeter le business model de l'entreprise, en tenant compte de toutes les disruptions possibles, mais également les gisements de valeur. Il s'agit de se projeter au-delà de l'horizon du plan d'affaire afin de parvenir à déterminer, à une échéance de cinq voire dix ans, un flux normatif solidement étayé, en milieu de cycle et représentatif des tendances sectorielles lourdes.

Il serait théoriquement optimal de tenir compte de l'ensemble des risques dans ces flux ; en pratique, cela n'est pas envisageable. Il faut donc également en tenir compte, en sus de la valeur temps, dans le taux d'actualisation. Mais il faut que le risque ainsi pris en compte ne soit pas atypique, afin de permettre l'utilisation d'un taux de marché pour procéder à l'actualisation.

Jean Bouquot – Le taux d'actualisation constitue une matière extrêmement sensible, et je ne souhaite pas m'engager sur le terrain normatif, même si nombre de commissaires aux comptes, en France ou à l'étranger, participent à l'élaboration des textes.

En tant que praticiens, nous accordons une grande importance aux questions évoquées de taux sans risque, prime de risque et élaboration des flux. Ce sont en effet les bases qui contribuent à la pertinence des comptes. Il est donc important que les commissaires aux comptes en maîtrisent les différents composants dans leur complexité, car, en effet, les textes normatifs peuvent parfois paraître compliqués

La cohérence reste le critère central du processus. Cohérence temporelle, d'une année sur l'autre, mais également au sein d'un même secteur et même de l'entreprise, entre les différentes unités

génératrices de trésorerie (UGT). À titre d'illustration, tous les ans les commissaires aux comptes organisent à l'automne un congrès, auquel participent celles et ceux qui interviennent dans les secteurs de la banque et de l'assurance. La question de l'appréciation des taux et de leur évolution, ainsi que celle des primes de risque, a été abordée de manière extrêmement large cette année, en présence de représentants de la BCE.

Ce sont des domaines qui requièrent en effet une extrême vigilance de la part des auditeurs. Elle exige de s'assurer de la cohérence des paramètres, grâce au recours à des bases de données mais aussi à des experts, auquel il ne faut pas hésiter à recourir dans un domaine aussi technique et important.

Mais il faut également que la gouvernance des entreprises s'empare bien de la question, afin qu'elle ne soit pas cantonnée à un débat entre experts. Ceux-ci sont présents au sein de bien des groupes, et même de PME lorsque leurs activités le justifient. Cependant, les organes de direction, le conseil d'administration et le comité d'audit ne doivent pas se limiter à leur déléguer ces sujets, sous le regard de l'auditeur. Il faut que ces instances de gouvernance y consacrent le temps nécessaire tout au long de l'année, et non au seul moment de l'arrêté des comptes.

L'information destinée aux utilisateurs constitue un dernier aspect de ce sujet. Le lecteur des comptes, quel que soit son statut, doit pouvoir exploiter les informations données, afin de se poser les bonnes questions, que normalement les auditeurs auront déjà soulevées.

Les taux d'intérêt négatifs ont encore accru la complexité de ces problématiques. La profession des commissaires aux comptes s'est saisie de ce débat, au travers de la publication il y a quatre ans d'un rapport de l'Institut Messine. Des praticiens de divers champs d'expertise (économistes, évaluateurs, juristes) avaient alors réfléchi aux questions soulevées par les taux d'intérêt négatifs au travers de douze contributions de grande qualité et gardant toute leur pertinence aujourd'hui²⁴.

24 - Rapport téléchargeable à cette adresse : <http://bit.ly/3aGvmFz>

Antoine Lissowski – Le contexte économique est en effet complexe, et les conséquences des taux d'intérêt négatifs sur le secteur de l'assurance en général, et de l'assurance-vie en particulier, fait l'objet de nombreux échanges avec le Ministère de l'économie et des finances.

Le taux d'actualisation est un élément clef dans la façon dont un assureur représente sa réalité économique. Les assureurs sont en effet des preneurs de risque en dernier ressort, que leur apportent de nombreux acteurs, et dont ils facturent la prise en charge. Ces risques sont conservés durablement. Les deux dimensions évoquées à l'instant, le risque et le temps, sont donc présentes et servent de paramètres de détermination des tarifs des assureurs.

Fort de ce modèle économique, il m'a paru souvent étonnant que lors de la communication sur des dépréciations d'acquisitions antérieures, pour des montants de plusieurs centaines de millions d'euros, le marché ne réagissait quasiment pas aux annonces. C'est que les informations avaient été intégrées au fur et à mesure dans le prix, qui reflétait déjà les conséquences de cette perte de valeur avant même sa traduction comptable.

Le taux d'actualisation fait, en raison de ses conséquences, l'objet de discussions stratégiques. Ce taux n'est en effet pas unique, et donc il est inévitable qu'un débat s'en suive. Il se cristallisera entre les parties prenantes, préparateurs, auditeurs ou contreparties lors d'une acquisition, autour d'un ensemble de valeurs possibles. Le taux retenu reflète donc le point d'équilibre atteint pendant ses négociations.

Par ailleurs, un bilan d'assureur étant formé d'engagements donnés et reçus, le résultat reflète la différence entre la valeur actuelle des actifs et des passifs. Lors des discussions préalables à la mise en œuvre de la norme IFRS 17, j'indiquais au président de l'EFRAG que compte tenu de la taille du bilan de l'assureur que je dirige (400 milliards d'euros), un écart dans le taux, même très faible, a des conséquences considérables sur le résultat publié. Le bilan d'un assureur est d'une extrême sensibilité aux paramètres d'actualisation. Nous avons une extraordinaire sensibilité aux modalités d'actualisation de nos actifs et de nos passifs.

Nous le vivons d'ailleurs de manière criante dans une autre norme, la norme prudentielle. En effet, l'une des problématiques posées aujourd'hui est que les taux faibles ou négatifs ont un impact en première lecture sur les résultats de solvabilité, et donc des normes prudentielles qui nous sont appliquées.

Il ne faut, en outre, pas sous-estimer la perception de ces problématiques par le public en général. Du fait des taux d'intérêt négatifs, le taux de couverture des assureurs a baissé de 40 à 80 points sur 200 depuis le début de l'année 2019. Ce constat est diffusé par la presse et a des conséquences, sur lesquelles il faut se pencher.

Je partage la circonspection exprimée par la représentante de l'IASB sur le renforcement des prescriptions normatives, en particulier pourrais-je ajouter s'agissant d'IFRS 17.

Enfin, il convient de déterminer si l'information diffusée est un état fixé à une date donnée ou un instantané s'inscrivant sur une courbe temporelle. Il est délicat d'évaluer le présent, alors que les prévisions sont rapidement obsolètes. En tant que préparateur, mais aussi en tant qu'investisseur, l'enjeu est plutôt de fixer un intervalle de confiance qu'une valeur précise. Dans cette perspective, il faut également donner des sensibilités, et cela introduit une complexité supplémentaire. Il est en effet indispensable que le lecteur puisse apprécier les conséquences d'une variation des paramètres sur l'évaluation qui lui est présentée, afin de disposer d'un intervalle de confiance.

Cela signifie-t-il qu'une approche algorithmique montre ses limites, et que l'exercice du jugement reste nécessaire ?

Antoine Lissowski – La solvabilité du monde de l'assurance, objet de Solvabilité 2, est sensible aux taux négatifs ou très bas car les compagnies utilisent des modèles prédictifs fondés sur des projections. Cela suscite deux questions. La première est celle des scénarii servant à projeter les *cash-flows* futurs. La seconde est celle des paramètres utilisés dans les projections stochastiques. En 2016, les taux déjà très bas conduisaient à des valeurs négatives des compagnies d'assurance dans de nombreux scénarii. Mais ces valeurs sont

obtenues par projections de *cash-flows* sur des horizons lointains. Or, le contexte évolue et des actions sont prises, qui vont modifier ces séquences projetées. De la même manière, les débats avec le Ministère de l'économie et des finances et l'ACPR amènent à réfléchir à introduire la réaction de l'autorité prudentielle comme paramètre des modèles utilisés. En effet, en cas de risque systémique avéré, cette autorité réagira et il faut en tenir compte.

Ces questions autour de l'évaluation, doivent être abordées avec les régulateurs ou les auditeurs. La représentation donnée de l'évaluation est souvent univoque voire rigide, mais l'évaluation doit également être conçue comme une négociation permettant aux différentes perspectives de trouver un point d'équilibre.

En cette période de taux très bas, voire négatifs, la pratique de l'actualisation reste-t-elle pertinente ?

Sonia Bonnet-Bernard – Effectivement, la valeur n'est pas unique et cela s'observe lors de la vente d'activités : il y a autant de prix que d'acheteurs, dans des fourchettes parfois très larges. De ce fait, les évaluateurs ne donnent jamais une valeur, mais une fourchette, raisonnablement étroite. Il est délicat de restituer cette complexité dans les états financiers, et de déterminer l'information à donner. Il est envisageable de communiquer sur les tests de sensibilité, mais la question du secret des affaires émerge rapidement, les rentabilités à terme constituant une information sensible.

S'agissant des taux d'intérêt, la situation actuelle est complètement inédite. À tel point que dans un premier temps elle était considérée comme une anomalie transitoire, qui a fini par s'installer dans le temps. Les réponses apportées sont malheureusement différentes selon les pays.

En France, deux approches prévalent. La première est normative, fondée sur des études académiques qui montrent que sur longue période, la prime de risque est de 4 à 5 % et le taux sans risque de 3 à 4 %, soit un taux global se situant entre 8 et 10 %. Dans cette perspective, même si les taux sont négatifs aujourd'hui, le taux sans risque pris en compte reste de 3 %. La seconde approche s'appuie

davantage sur les données de marché, et procède par le calcul de moyennes, qui restent positives pour le moment. Le taux sans risque pris en compte est de toute façon nul dans le pire des cas, et de ce fait la prime de risque, qui reste définie comme la différence entre le taux de rendement du marché est le taux sans risque, est très élevée. Cela n'est pas sans conséquences pour des sociétés dont le risque spécifique, le *Bêta*, est supérieur à un.

D'autres pays adoptent des approches différentes. Elles sont similaires en Belgique et au Royaume-Uni par exemple. Dans ces pays, les évaluateurs considèrent que la politique monétaire accommodante de la BCE a un effet sur les taux et que, de ce fait, ceux-ci ne reflètent pas des conditions de marché normales. Ils ajoutent donc une prime de *quantitative easing* de 100 à 150 points de base. La situation est différente aux États-Unis, où les taux restent positifs.

Dans tous les cas, les taux sans risque sont ceux des emprunts d'état les plus liquides. En France, ce sera ainsi le taux de l'OAT 10 ans, du T-Bond 20 ans aux États-Unis ou du Gilt 30 ans au Royaume-Uni. Les pratiques sont différentes, mais le principe reste le même.

Pierre Therond – Solvabilité 2 permet en effet d'utiliser différents modèles. Mais la démarche se situe dans un cadre prudentiel. S'agissant du Pilier 1 par exemple, l'approche reste assez largement conventionnelle. Les anticipations faites au plan économique ne sont pas celles des dirigeants, mais reflètent l'état du marché à un moment donné, traduit en fonction des modèles utilisés en scénario économique. Cela rejoint les questions du modèle d'évaluation de l'information à fournir et du taux à utiliser.

Sur ce dernier point, compte-tenu des taux actuels, négatifs jusqu'à dix ans, positifs au-delà, l'utilisation d'un taux discret ou d'une courbe aboutira à des résultats très différents en matière d'évaluation. Ce constat, vrai de manière générale, est exacerbé dans le contexte de taux actuel.

Antoine Lissowski – Les taux négatifs restent une situation inédite, mais de nombreux contextes existent où les taux réels sont négatifs, avec des conséquences que je ne connais pas sur le fonctionnement des normes comptables.

Pour l'élaboration des scénarii, nous n'utilisons des courbes de swap, et non de taux d'emprunts d'État. Dans notre métier, la réglementation impose l'utilisation d'un outil de solvabilité prédictive, l'ORSA (*Own Risk and Solvency Assessment*). Nous projetons notre activité sur cinq ans, dans des environnements de taux différents, afin de déterminer le besoin ou l'insuffisance de capital requis pour l'assurer. C'est un instrument de gestion de l'entreprise.

Dans mon groupe, qui appartient à la Caisse des Dépôts, le scénario économique est celui d'une lente remontée des taux pour atteindre 1 % pour le swap dix ans à l'horizon 2023. Ce scénario est favorable à la santé de l'entreprise. Mais en tant que mandataire social, je dois prendre en considération l'hypothèse que les taux restent bas pendant une période très longue et nous avons développé un scénario alternatif dans lequel les taux restent à leur niveau de septembre 2019 pendant cinq ans. Dans ce scénario, le capital disponible baisse, sans conduire cependant à l'insuffisance. La stratégie suivie devra donc faire droit à la fois à une vision raisonnablement optimiste de remontée progressive des taux, mais prendre également en considération le scénario plus défavorable d'un maintien à leur niveau actuel. Ces questions de courbes de taux et d'actualisation font irruption dans la gestion quotidienne et guident nos choix.

Je reconnais que le secteur de l'assurance s'avère par sa nature très exposé à ces sujets. Je crois cependant que beaucoup d'autres acteurs y sont également sensibles, dans des proportions plus importantes qu'ils ne le pensent.

Y a-t-il des informations plus pertinentes à obtenir que les taux d'actualisation ?

Sonia Bonnet-Bernard – Le flux normatif, base du calcul de la valeur terminale, constitue l'élément clef de l'évaluation et doit faire l'objet de beaucoup de vigilance lors de son élaboration. Si nous pouvions

avoir une information relative à la sensibilité à ce flux terminal, cela serait très précieux, mais il est vrai que l'information financière doit composer avec le secret des affaires.

Jean Bouquot – La transparence en matière de sensibilité permet au lecteur d'exercer son jugement sur ces informations cruciales. Cependant, il faut revenir sur les enjeux de gouvernance, afin que ce sujet ne soit pas cantonné à des experts ou préparateurs isolés.

Le contenu des débats en témoigne, une grande vigilance est nécessaire dans ce domaine très technique, afin d'éviter l'opportunisme que cette technicité pourrait autoriser. Le champ est complexe et difficile à appréhender, y compris pour des experts, et pourtant ses conséquences financières sont considérables, qu'il s'agisse des tests de dépréciation, des engagements de retraite ou de bien d'autres sujets. De ce fait, il est très important pour nous tous, quel que soit notre rôle, préparateur, auditeur ou utilisateur, de ne pas céder à l'opportunisme et de consentir à une application raisonnable et raisonnée de ces techniques.

Témoignage de Linda Mezon

À l'échelle mondiale, les taux d'intérêt restent une composante essentielle de la détermination des taux d'actualisation, et il faut bien sûr tenir compte d'autres risques soit dans les *cash-flows* soit directement dans le taux. Toutefois, les taux d'intérêt sont extrêmement différents selon les pays, et s'avèrent volatils dans le temps. Lorsque vous intervenez dans une entreprise multinationale, la question du pays dont vous utilisez le taux pour la dépréciation se pose avec acuité : s'agit-il de votre siège ou du lieu de l'implantation par exemple. Si les taux d'intérêt sont essentiels pour la détermination du taux d'actualisation, ce n'est donc pas le seul facteur.

En réalité, sur ce sujet, il faut reconnaître que « c'est compliqué et cela dépend » (*it's complicated and it depends*). La question du choix entre la perspective de l'entité ou du marché pour le calcul de la dépréciation a déjà été abordée, mais que faire si l'activité a une dimension internationale : comment tenir compte d'un contexte

mondial ? Il faut essayer, lorsque les dépréciations concernent plusieurs juridictions, de refléter cette diversité dans la détermination du taux d'actualisation. La tentation de transférer le problème à des experts pour le résoudre peut être grande, mais en la matière une collaboration est nécessaire. Les experts peuvent apporter leurs compétences, leur maîtrise méthodologique, pour aider les comptables à prendre les décisions en matière de taux d'intérêt.

L'élaboration de lignes directrices (*guidance*) est également un sujet. Au Canada, un groupe de discussion IFRS a été constitué à cet effet, dont les travaux sont publics. Le taux d'actualisation est un sujet que le groupe a abordé à de nombreuses reprises et sur de multiples thèmes. Aussi a-t-il traité le problème du risque de crédit propre dans IAS 37, sujet pour lequel une question a été transmise à l'IFRS IC. La détermination des taux d'intérêt dans IFRS 16 et IAS 19 est également un point de discussion, en plus des questions spécifiques que pose IFRS 17. IAS 26²⁵ a permis de soulever la question de la réconciliation des taux. La détermination des actifs détenus en couverture des obligations de retraite (*Asset Retirement Obligations* – ARO) est quant à elle inscrite à l'ordre du jour de la prochaine réunion en 2020.

En dépit de l'abondance des informations disponibles sur la prise en compte des taux d'intérêt dans les états financiers (cadre conceptuel, recherche académique, travaux de l'IASB, projets de normalisation), il est nécessaire que les différents acteurs, praticiens et chercheurs, collaborent pour développer une approche systématique et éviter une réflexion en silo.

En dernière analyse, les dirigeants sont amenés à prendre des décisions lors de la préparation des états financiers. Ce dont nous avons besoin, ce sont des points de repère permettant de situer leurs besoins, pour savoir si le normalisateur doit être plus ou moins prescriptif. Nous avons besoin de discipline et d'objectivité pour aborder ce sujet, afin de prendre des décisions pertinentes. Pour cela, les dirigeants doivent être en mesure d'entendre les

25 - IAS 26: *Comptabilité et rapports financiers des régimes de retraite.*

experts de l'évaluation, d'y consacrer du temps pour bien le cerner. Ils peuvent s'appuyer sur ces experts lors de regroupements ou de tests de dépréciation, pour les produits d'assurance bien entendu, dont il a été abondamment parlé, mais également pour les engagements de retraite ou les actifs les couvrant. Ce travail en étroite collaboration avec les experts pour en dégager une méthodologie est indispensable.

En matière de solutions, il est important de garder à l'esprit que nous avons besoin de pertinence, mais également de pragmatisme et d'efficacité. Les normes IFRS évoluent, et à cet égard la recommandation proposant d'intégrer la question des objectifs et principes à chaque norme lors de sa révision plutôt que de lancer un projet distinct me semble judicieuse. Les recommandations en faveur de l'identification de sources fiables pour élaborer des estimations fiables me semblent également aller dans le bon sens. S'agissant de la pertinence, certaines recommandations, et en particulier celles numérotées 1 et de 5 à 7, peuvent nous éclairer sur la rédaction de guides d'application susceptibles de contribuer à la diffusion des meilleures pratiques, notamment en ce qui concerne la détermination des *cash-flows* et des taux d'actualisation.

Les recommandations mettent également l'accent sur la transparence, et effectivement celle-ci est essentielle pour permettre aux utilisateurs de contextualiser les informations fournies, par exemple en utilisant des fourchettes et en indiquant comment elles sont déterminées.

L'information extra-financière : une réponse aux attentes ?

Introduction du débat par **Charlotte Gardes** (Direction du Trésor) et **Valérie Viard** (ANC) sur les propositions du rapport « Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable »

Débat sur les 4 piliers proposés : **Cécile Cabanis** (Danone), **Patrick de Cambourg** (ANC), **Delphine Gibassier** (Audencia), **Thierry Philipponnat** (Finance Watch), **Eric Pinon** (AFG)

Valérie Viard – Bonjour à tous. Afin de lancer le débat qui suivra, nous allons vous présenter les grandes lignes de la proposition de structuration d'un reporting extra-financier en quatre piliers, comme développé dans le rapport remis par Patrick de Cambourg au ministre de l'Économie et des Finances en juin dernier. La mission confiée à Patrick de Cambourg, à laquelle nous avons participé, a consisté à établir un état des lieux des référentiels, des acteurs et pratiques existants autour de l'information extra-financière, et à faire des propositions afin de promouvoir un cadre de reporting harmonisé ; qui nous semble un prérequis à une information transparente et de qualité.

Comme déjà mentionné l'année dernière, ici même lors des derniers états généraux, nous faisons face à un véritable foisonnement de l'information extra-financière avec l'existence de multiples référentiels rendant les informations difficilement comparables entre elles. Du fait de la diversité des informations extra-financières et de la difficulté d'en donner une transcription systématiquement monétaire, il est proposé d'élaborer un référentiel complémentaire

à celui de l'information financière : le temps de la structuration des données est donc venu.

Cette proposition est structurée autour de 4 piliers : le premier pilier définissant le cadre général, le second les normes de contenu, le troisième les normes de présentation et enfin le quatrième le cadre général de responsabilité. Ce sont ces 4 piliers que nous allons vous présenter maintenant.

Le premier pilier consiste donc à proposer un cadre général sur les principes de l'information extra-financière et est constitué de 2 volets : une proposition de principes de qualité et une proposition de principes de classification.

Comme vous allez le constater, les principes de qualité sont proches de ceux retenus par l'information financière et il nous semble important de bâtir sur des principes cohérents. Nous comptons 6 qualités communes, auxquelles nous proposons d'en ajouter deux. Il s'agit de l'image fidèle, la pertinence, le caractère compréhensible, la comparabilité, et la ponctualité.

Au-delà de ces six qualités fondamentales, il est proposé deux qualités spécifiques : le caractère inclusif de l'information et la connectivité des informations.

Le deuxième volet de ce premier pilier propose la mise en place d'une classification claire, car les informations extra-financières sont très diverses et s'apprécient de manière très différentes. La classification pourrait, à titre d'exemple, être construite ainsi autour d'une première distinction entre les informations qualitatives et celles quantitatives qui pourraient être codifiées en (narrative – N) (quantitative – Q); puis les informations qualitatives peuvent être distinguées selon leur objet : gouvernance, stratégie, politiques, méthodologies (governance-G, strategy-S, policy-P, methodology-M).

Les informations quantitatives peuvent, quant à elles, être détaillées soit selon l'unité de mesure utilisée : monétaire, non monétaire (monetary-Mo, non monetary-nMo); soit selon leur nature : position à une date donnée, ressources dédiées, cible (position-P, ressources-R, targets-T).

Charlotte Gardes – Le second pilier consiste à préciser les normes de contenus. Le référentiel devrait être construit en premier sur un socle d'indicateurs communs à caractère général, qui pourrait être complété par des indicateurs sectoriels. L'idée est de proposer un socle d'indicateurs communs complets qui pourraient être élaborés à partir des différents référentiels existants actuellement, comme le GRI, CDSB, CDP, TCFD SASB... et qui couvrirait tous les éléments extra-financiers (que ce soit les indicateurs ESG ou immatériels) jugés pertinents.

Pour s'adapter aux différents degrés de maturité des entreprises, il s'agirait de proposer un référentiel conçu comme une bibliothèque avec une première couche d'éléments obligatoires, une seconde d'éléments recommandés et ensuite d'informations possibles.

En parallèle de cette partie commune et afin de garder la pertinence de l'information, un référentiel complémentaire sectoriel reste pertinent afin de permettre la comparabilité entre les acteurs d'un même secteur.

Le troisième pilier consiste à définir des normes de présentation (un format). Face à l'extrême diversité des réglementations et des pratiques de publication des informations extra-financières et afin d'éviter un certain empilement des informations, il est important de proposer une architecture d'ensemble des informations financières et extra-financières à publier. Ces données doivent être compatibles et structurées en un seul et même document, regroupant les informations aujourd'hui requises au sein de plusieurs rapports : rapport de gestion, la DPEF²⁶ ou rapport sur le gouvernement d'entreprise.

Ainsi, il est souhaitable de définir une codification précise (qu'on pourrait appeler taxonomie) des informations extra-financières, sur la base d'une proposition d'un format minimum obligatoire, sur la base d'une logique de socle commun d'informations obligatoires. Ce qui permettrait de disposer dès le début d'un référentiel dont le reporting électronique peut facilement être mis en œuvre. Ces

26 - DPEF : Déclaration de Performance Extra-Financière.

éléments devraient permettre d'apporter plus de lisibilité et de transparence dans les informations publiées.

Enfin, le quatrième pilier propose de définir un cadre de responsabilité afin de clarifier la gouvernance de ces données (qui en est responsable en interne, comment elles sont validées et approuvées) et comment elles s'intègrent aux autres données de l'entreprise. Il s'agit également de clarifier les modalités du contrôle externe des données (niveaux de contrôle et d'assurance à donner) et d'activer les mécanismes de supervision. Le tout permettant de garantir une qualité certaine de ces informations.

Place maintenant aux débats sur les questions posées par la mise en œuvre de cette proposition.

Débat

Eric Pinon – Bonjour à tous. Il est intéressant de voir que nous allons tous dans le même sens et je souhaite partager deux challenges découlant de cette proposition.

Le premier challenge est le fait que ces données soient bien partagées et fournies par tout le monde de la même façon. Sans revenir sur les réglementations récentes dans le domaine de la recherche financière post MIF2²⁷, s'il faut que tous les investisseurs courent après de l'information extra-financière en plus de l'information financière, nous ne nous en sortirons pas. Je pense qu'il y a un vrai partage de responsabilités entre les émetteurs et nous, les investisseurs directs ou indirects, puisque nous avons la chance d'avoir un certain nombre de clients qui nous font confiance pour la gestion de leurs actifs.

Sans rentrer dans les détails, je pense que cette normalisation des données est un passage obligé. Comme le rapport de Patrick de Cambourg le stipule, nous ne pouvons pas tout normer, nous ne pouvons pas tout « équationner ». Il y aura sûrement un besoin de catégorisation, notamment sur les principes à suivre.

27 - Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

Je pense utile de travailler pour que les financiers puissent répondre aux exigences des deux natures d'information car la réglementation est toujours de plus en plus importante. Sur l'Investissement socialement responsable (ISR), une consultation de l'AMF sur les normes ESG- ISR est en cours jusqu'au 6 janvier prochain. Néanmoins, je pense que si la norme ISR est un élément du puzzle, ce n'est pas un élément suffisamment global, car même si elle intègre beaucoup de choses du E, les données relatives au S ou au G sont plus limitées.

Je pense donc qu'il y a un vrai besoin de rationaliser les données extra-financières, de les standardiser et sûrement de les rendre publiques et compréhensibles par tous, comme cela est proposé dans le rapport.

Le deuxième challenge concerne l'aspect international du sujet, qu'il soit européen ou mondial, au-delà des 17 Objectifs de développement durable (ODD) que l'ONU a mis en place. Une chose est sûre, nous avons un vrai sujet dans le fait de remplir nos obligations vis-à-vis de l'autorité qui nous contrôle, vis-à-vis des clients qui nous challengent et surtout vis-à-vis du leadership français actuel qu'il ne faut pas perdre et porter au niveau européen ou international. Ainsi, ne soyons pas trop bons élèves. Comme je m'amuse souvent à le dire, le Français a souvent tendance à être le meilleur élève de la classe et, résultat des courses, d'autres font du business à côté avec des règles plus souples ou moins cadrées. L'objectif du rapport et notre objectif à tous est de faire en sorte que ces règles deviennent universelles ou au moins européennes.

Le point le plus important pour la suite est que ces sujets ne sont pas tout à fait arrêtés et la taxonomie des activités est toujours en discussion. Les normes utilisées dans les labels ISR pour la France sont différentes de celles des autres pays européens : si vous voulez commercialiser et, malgré le passeport européen, en Allemagne par exemple ou en Belgique, nous sommes obligés de relabéliser systématiquement nos produits. C'est une vraie préoccupation.

Nous mettons en place des normes très strictes sur des choses qui ne sont pas encore stabilisées. Mon dernier mot sera donc de faire attention à ne pas être trop rapide. Il faut faire les choses, mais il faut les faire prudemment et en tout état de cause avec une vision

globale. Notre préoccupation première, nous, investisseurs, assets managers, est que toutes les personnes qui nous font confiance en nous ayant confié leurs capitaux soient rassurées sur le fait que l'argent que nous gérons pour eux va dans le bon sens.

Cécile Cabanis – Bonjour à tous. Je suis ravie que cette discussion ait lieu et qu'il y ait de plus en plus de conversations autour de ce sujet. Très brièvement, pour présenter Danone, je dirai que c'est 25 milliards d'euros de chiffre d'affaires, plus de 100 pays en quatre activités couvrant une mission de santé par l'alimentation au plus grand nombre. Ces quatre activités sont les produits frais d'origine végétale, les eaux, la nutrition infantile et la nutrition spécialisée.

Pour Danone, le sujet n'est pas vraiment nouveau et nous avons été largement pionniers sur le fait d'intégrer les sujets ESG au cœur de notre projet avec le double projet économique et social d'Antoine Riboud en 1972, même si cela n'avait pas été très bien reçu à l'époque. Nous avons donc depuis des années déjà établi un process, une façon de mesurer et de suivre dans tous les pays les impacts de notre activité avec un contrôle par nos auditeurs externes au même titre que les comptes.

En 2017, nous avons choisi de suivre la certification *B Corp* qui permet d'intégrer toute la chaîne de l'amont au consommateur. *B Corp* est un label américain très élevé, rejoignant à la fois l'environnement, le social et la gouvernance. Aux États-Unis, vous avez des *levels B Corp* sur vos produits permettant aux consommateurs de savoir ainsi ce qu'ils achètent. C'est un organisme indépendant non lucratif dont le score est basé sur 200 questions portant sur les procédures en place et la façon dont le business est réalisé. Nous n'avons pas de direction spécifique ESG chez Danone pour éviter la rupture avec le financier et notre manière de travailler. C'est donc pour moi un exercice extrêmement important et, à la fin, il revient aussi à nos investisseurs de le prendre en compte dans la façon dont ils valorisent et investissent. Vous avez aujourd'hui une part des analystes financiers qui vous dit qu'il faut faire le trimestre et l'autre part pour qui il est question de gouvernance et d'ESG. Si nous voulons avancer dans la transformation des entreprises, tout a

donc besoin d'être réconcilié pour éviter la tension entre le court terme et le long terme.

Par ailleurs, je pense que la comparabilité est importante au sein d'un même secteur. Nous n'avons pas tous les mêmes empreintes, les mêmes impacts sur la planète, la santé et le social. Nous devons être capables de comparer et d'utiliser les indicateurs sur lesquels nous avons de l'impact. La matérialité et la comparabilité sont donc extrêmement importantes dans ce cadre.

Nous publions déjà un rapport intégré, mais nous avons encore trop la dichotomie entre l'information financière et extra-financière. Il me semble qu'il faut aller un cran plus loin.

Enfin, je suis complètement d'accord que nous devons regarder au-delà de la France ; au moins au niveau européen pour nous assurer de construire quelque chose qui fait du sens et qui a de l'impact. Il est clair aujourd'hui que ce que nous avons ne marche pas car tout le monde décide de faire ses index sans choisir de façon toujours pertinente quel impact mesurer. Plus j'ai des colonnes à remplir, plus j'ai de data et plus je peux faire des croix, mais on en perd l'objectif. Nous avons déjà des équipes de vingt personnes qui font du reporting toute la journée, sans avoir à la fin ni les mesures d'impact ni les actions liées. Il manque par exemple la discussion des business model liés aux investissements. Il faut donc aussi être certain de mesurer ce que nous voulons mesurer.

Il faut également parler des données qualitatives car tout n'est pas mesurable. Il me semble que si nous essayons d'être trop cadrés, nous ne mesurerons pas les bonnes choses, que personne ne saura les analyser et que, finalement, il sera impossible d'évaluer les impacts. Il faut rester à un niveau de mesure d'impact. En 2008, nous avons commencé à faire un module SAP pour faire de la comptabilité carbone et cette mesure était intégrée dans tous les bonus.

Il faut vraiment que nous travaillions tous ensemble : Il ne peut pas y avoir d'un côté ceux qui contrôlent et regardent et ceux qui font. Si nous ne parlons pas de la même chose et si nous n'avons pas un objectif commun au-delà de notre agenda personnel, nous n'y arriverons pas. Nous sommes en train de poursuivre un agenda

collectif et en ce sens, nous nous devons d'être collectifs et tous nous entendre.

Thierry Philipponnat – Il y a effectivement beaucoup de choses à intégrer comme le lien entre émetteur et investisseur et le plan national et international. Effectivement, la matrice n'est pas cohérente parce que nous ne parlons pas de la même chose, mais pour autant, ce sont les paramètres qui sont les nôtres.

Le grand mérite de ce rapport est de faire un état des lieux d'un monde qui connaît un foisonnement phénoménal. C'est le signe que nous sommes devant un sujet énorme. Si cela ne foisonnait pas, cela signifierait que le sujet est marginal. Ce n'est pas le cas.

Si nous restons dans ce foisonnement, nous ne pourrions pas en faire un outil utile et utilisable. Je pense donc qu'il faut aller plus loin et capitaliser sur le rapport. In fine, il faudra passer de l'extra-financier au financier. Pour reprendre le slogan de Finance Watch « pour une finance au service de la société », si nous voulons que la finance soit au service de la société, il faut que la finance durable alloue le capital à une économie durable. C'est une définition d'une simplicité infinie, reste à la mettre en pratique. Pour ce faire, il faut être capable de détecter ce qu'est une économie durable chez les émetteurs. Il faut aussi que les investisseurs aient l'information pour pouvoir faire ce travail d'allocation. Mais un investisseur est fondamentalement un professionnel qui va agir sur des signaux financiers. J'ai envie de dire, même si c'est un petit raccourci, que nous aurons tous réussi notre travail lorsque l'extra-financier n'en sera plus et sera du financier.

Je pense que nous n'avons pas vraiment le temps d'aborder ici une autre dimension, qui est la façon dont le financier alloue le capital. In fine, le métier d'analyste extra-financier doit évoluer vers celui d'analyste financier. L'analyste extra-financier doit connaître la société, sa stratégie et son plan de développement. Au-delà du chiffre brut du CAPEX, il doit comprendre à quoi cela correspond, ce qu'il permet de faire et répondre à des questions du type : « sommes-nous vraiment en train d'évoluer d'une société aujourd'hui brune vers une société verte demain ? » Seule la capacité d'un analyste à

analyser une situation concrète permettra de donner des éléments de réponse.

Finance Watch est une organisation basée à Bruxelles et nous suivons donc les débats qui permettent d'élaborer la réglementation financière européenne. Le texte sur la taxonomie a été finalisé hier matin et je souhaite noter deux choses importantes. La première est le fait qu'une activité verte est une activité qui est soit intrinsèquement verte aujourd'hui, soit en voie de devenir verte, soit une activité qui permet à d'autres de devenir verts. C'est intelligent, car cela permet de prendre en compte le monde réel. Encore une fois, je vais exprimer les choses dans un vocabulaire extrêmement général. Cela permet de dire que si nous sommes sur une société qui est brune aujourd'hui, mais qui fait les investissements, la démarche, qui a intégré dans sa stratégie la nécessité de devenir verte, il faut prendre cette société en compte. La seconde chose très importante est que cette taxonomie s'appliquera également aux émetteurs pour leur chiffre d'affaire, pour leurs CAPEX et pour leurs OPEX. Investisseurs et émetteurs appliqueront la même taxonomie ; ce n'est clairement pas neutre.

Dans le cadre de la directive sur le reporting non financier ou NFRD²⁸ prévue l'année prochaine, cette taxonomie constitue clairement une étape. Nous sommes donc dans une dynamique importante.

Côté investisseurs, Éric disait de faire attention à ne pas être trop bons élèves. Je comprends parfaitement les contraintes du business. Mais en même temps, nous avons un problème de crédibilité de ces initiatives vis-à-vis des *Millenials* qui sont les citoyens jeunes et éparpillés de l'économie d'aujourd'hui, mais surtout celle de demain. Or, ils sont très sceptiques vis-à-vis de ce qu'on appelle la finance durable et de son impact. Ma réponse typique est de dire que le travail est en cours : est-ce qu'aujourd'hui, les différentes formes d'investissement ESG, ISR et autres, changent fondamentalement la donne ? La réponse brutale est « pas assez ». Et encore, c'est une réponse polie.

28 - Non Financial Reporting Directive.

Ceci étant dit, si nous n'avions pas fait tout cela, nous ne pourrions pas aller plus loin. Il est trop facile de jeter le bébé avec l'eau du bain en parlant de *greenwashing*. Le débat sur le *greenwashing* m'apparaît d'ailleurs trop simpliste : nous ne sommes pas dans un monde binaire où il y aurait des bons et des méchants ; nous sommes dans un monde où des gens prennent des initiatives et où des lignes bougent. Les lignes sont en train de bouger et n'ont pas fini de bouger.

Il y a effectivement un équilibre à trouver entre ne pas être trop bon élève et pas assez. Nous voyons que lorsqu'un pays est un peu trop rigoureux sur ce genre de questions, le business va se faire ailleurs. C'est la réalité de la vie et cependant, si nous ne gardons pas une dynamique réelle et un vrai axe, nous n'allons nulle part et nous détruirons la confiance. Or, permettez-moi d'enfoncer une porte ouverte, la finance, c'est avant tout de la confiance. Si je n'ai pas confiance là où je mets mon argent, il y a un problème. Voilà un peu les grands enjeux de ces débats.

Delphine Gibassier – Je voulais tout d'abord réagir non pas seulement sur le contenu, mais sur le rapport lui-même, sur son effet et la nécessité d'avoir ce genre de réflexions. Lorsque la lettre de mission est sortie l'année dernière, il y a eu un peu l'expression de cette frustration, notamment vis-à-vis du *Corporate Reporting Dialogue*, qui ne semblait pas aller assez vite, puisque c'était l'instance qui était supposée mener une certaine harmonisation des standards de comptabilité extra-financière.

Pourquoi ce rapport a-t-il été très important ? Tout d'abord, parce qu'il a osé faire des recommandations qui étaient attendues et cela a permis de cristalliser ce moment. Nous l'entendons aussi dans les commentaires qu'il a pu susciter. C'est pour moi un premier point et il faut évidemment que nous allions plus loin que le rapport aujourd'hui.

La deuxième chose est qu'aujourd'hui plus personne ne dit que l'extra-financier est secondaire ou peu important. Plus personne ne peut dire que c'est pour demain, que nous le ferons plus tard ou que nous ne le ferons pas du tout. Ce n'était pas le cas il y a un an ou deux de cela. Dans les conférences, il est dit que l'extra-financier n'existe plus, le non-financier non plus. Aujourd'hui, nous sommes

sur du pré-financier et demain, nous serons sur du financier. Cela fait partie des choses que le rapport a contribué à accélérer.

C'est également important pour le développement durable. L'objectif est aussi de garder en tête que, quand nous parlons de ces informations, il y a des spécificités à regarder. C'est d'autant plus vrai lorsque nous parlons de choses liées à de l'immatériel et que tout n'est pas tout à fait mesurable de la même façon, mais quand nous disons que cela va devenir financier, cela signifie, à mon sens, que cela deviendra d'importance équivalente. Cela deviendra ainsi quelque chose qui pourra être utilisé de manière équivalente, quand bien même ce ne pourra pas forcément être mesuré ou compté tout à fait pareil ni tout à fait demain.

Je voulais aussi revenir sur la connectivité et l'intégration qui sont des thèmes notamment liés au rapport intégré. La plupart du temps, nous ne voyons pas encore cette intégration. C'est une *wishlist* qui a commencé lors du *Connected reporting* en 2007 et la publication du référentiel en 2013. J'avais notamment travaillé sur le rapport intégré de Danone lorsque j'étais chez eux. J'ai fait ma thèse en CIFRE dans l'équipe qui s'appelait « nature finance » à l'époque, qui laisse percevoir déjà l'intégration que nous cherchons aujourd'hui. Nous cherchons plus d'informations sur non seulement comment nous pouvons lier le financier au non-financier, mais aussi sur les interactions entre le social et l'environnemental et, dans l'environnemental, comment les choix sont faits entre le CO₂ et le plastique, entre l'eau et le CO₂, entre la biodiversité et le changement climatique. En effet, il y a forcément des choix qui sont faits et des connectivités à faire. Il est vraiment important de continuer de penser à ces spécificités de l'information qui ne s'appellera plus « non-financière », mais qui sera effectivement financière.

Je voulais également revenir sur une dernière chose. Il est beaucoup question d'outils : je crois qu'il y a 1400 indicateurs dans la liste faite par le WBCSD²⁹, et cette liste est non exhaustive. En effet, ces 1400 indicateurs sont déjà revus à la baisse. Mais ce qui est

29 - World Business Council for Sustainable Development.

vraiment important est aussi les gens derrière. Je crois qu'il y a ici beaucoup d'experts-comptables dans la salle, beaucoup de professeurs, comme moi. Nous sommes tous concernés par le fait de former les professionnels de demain et intégrer ce sujet aux cours de Finance est possible. Il faut donc absolument que ce rapport entraîne des changements plus profonds, des changements structurels dans les formations des experts-comptables, dans les formations des contrôleurs de gestion, des contrôleurs internes, des auditeurs externes ou encore des analystes financiers. Les outils, c'est bien, mais il faut aussi former les hommes de demain.

Patrick de Cambourg – Depuis la publication du rapport, je suis plutôt tourné vers l'avenir que vers le passé et je trouve le débat extrêmement vivant. J'ai l'impression que la greffe un peu circonstancielle entre une cristallisation d'un état des lieux et de propositions et les circonstances actuelles fait que le débat continue à progresser.

Me tournant vers le futur, une première série de considérations me conduisent à une question à Cécile et à une autre à Éric. J'entends ce dernier lorsqu'il dit qu'il faut faire attention à être progressifs et à conserver un *level playing field*. Il n'est d'ailleurs pas très facile d'être en aval de l'information que les émetteurs produisent ; le travail des investisseurs est d'analyser le sous-jacent. Le besoin de légitimité pour mettre fin au foisonnement de cette phase pionnière est une des recommandations fondamentales du rapport, si nous voulons arriver à une forme de comparabilité, d'utilité. J'aimerais donc avoir vos commentaires sur ce point.

J'aurai également une question pour Delphine et pour Thierry afin d'avoir votre opinion sur comment faire en sorte qu'il y ait un seul train et pas plusieurs, que les wagons soient bien derrière la même locomotive ?

Sur la question du « tout est financier », je voudrais également avoir votre opinion sur ce qui me semble un problème de profondeur de champ, à moins que ce soit de parallaxe. Ceci dit, je pense qu'il faut faire attention à ne pas confondre l'information financière d'un côté, qui est relativement stabilisée, et l'information extra-financière

de l'autre qui a besoin d'énormément de stabilisation. En revanche, il faut assurer la connectivité entre les deux. Je pense que l'information sur les entreprises doit avoir deux jambes: elle a aujourd'hui une jambe surdéveloppée, celle financière, et l'autre nettement moins; ce qui entraîne un déséquilibre. Il faut au contraire une jambe de même consistance, sans être autonome, mais en connexion.

Eric Pinon – Sur le premier sujet, je pense que les éléments qui nous entourent et les événements récents permettront de faire que les wagons se suivent et les trains avancent, même si les gares seront moins rapprochées. Je voudrais exprimer ce qui me semble être un des bonus de la gestion long terme, en référence à la table ronde précédente. Cela porte sur une expression que je ne supporte pas, celle d'« investissement à risque ». Dans le marketing, j'ai compris que proposer à quelqu'un de faire du risque était déjà lui faire peur. Parlons alors d'un investissement à plus long terme, d'un investissement plus intelligent ou plus durable. Cela nous permettra de développer de la gestion plus longue.

Pour ta première question donc, je pense à la loi PACTE dont nous avons eu le démarrage au début d'octobre avec le plan d'épargne retraite. Ce n'est peut-être pas très d'actualité de parler des retraites, mais, en tout état de cause, il est vrai que nous avons une vision longue et que nous allons donner une vision longue. Je pense aussi que nous avons un sujet d'éducation de l'investisseur. Nous devons pouvoir montrer ce que nous faisons, que ce que nous mettons en place va dans le sens d'un meilleur placement, d'un placement plus intéressant, qu'il n'est plus une question de mode ou de *greenwashing*, mais que cela représente un réel besoin, cela permettra de rassurer tout le monde et de permettre des investissements très longs.

Sans traiter ici de la gestion de l'Alpha et du Bêta, il est vrai que la gestion dynamique de connaissances de valeurs avec l'intégration du financier et de l'extra-financier nous permettra d'utiliser tout de cette nouvelle réglementation ou de ce nouveau modèle de pensée.

Nous sommes dans une situation où beaucoup d'investisseurs sont maintenant en *sell-side* / *buy-side* au niveau de l'information, c'est-à-dire une formation interne des investisseurs et non plus

uniquement la vente des valeurs. Cela a été dit par Thierry Giami ce matin et repris par Delphine, je pense que cela nous permettra collectivement que le financier et l'extra-financier ne fassent plus qu'un. Le démarrage de cette nouvelle jambe que tu évoquais se développera de plus en plus, car, nous le voyons, beaucoup de nos acteurs investisseurs sont de plus en plus demandeurs de cette partie non financière pour motiver leurs choix dans les sous-jacents. Suite à une étude récente, nous nous rendons compte que tous ceux qui croyaient qu'en étant durable en respectant les ODD, la gestion financière allait être moins bonne, avaient tort. Lorsqu'on choisit des valeurs « propres » ou, en tout état de cause, soucieuses d'être dans les normes, de cinq ou six ans plus tard en général, le taux de rendement est meilleur. J'avais entendu que ceux qui ne prenaient par exemple pas des professionnels du tabac (par choix stratégiques) allaient être pénalisés sur les indices. Or, c'est faux : aujourd'hui, nous pouvons prouver que ceux qui utilisent des sociétés avec des règles de fonctionnement durables réalisent à la sortie des meilleurs rendements.

Cécile Cabanis – Nous devons tous accélérer la transition parce que nous n'avons plus le temps. Nous sommes encore dans des modes d'interaction entre investisseurs et émetteurs qui sont sur du financier pur. Cela s'explique notamment parce qu'il y a de plus en plus de fonds indiciels et que ceux-ci ne regardent qu'un Excel avec une comparabilité sur des critères purement financiers. Lors des conversations trimestrielles, nous n'avons pas une seule question sur la façon dont nous faisons le business. Les investisseurs doivent nous rejoindre ; nous ne le ferons pas sans eux. Il faut ensuite nous assurer que nous mesurons bien les bonnes choses. La tension que nous mettons sur les entreprises entre le trimestre et le long terme me semble complètement contre-productive pour que la transition aille au rythme où elle doit aller. Nous avons pris l'habitude de gérer cette tension permanente entre assurer les résultats pour les investisseurs et continuer notre chemin, et en faire plus sur la transition avec des fonds innovants, mais aussi en l'intégrant dans nos process.

Il y a un moment où il faut que tout soit intégré dans le *business model* et que nous ayons une seule conversation. Nous ne pouvons pas avoir d'un côté une conversation financière axée sur les résultats d'un trimestre et leur volatilité et de l'autre une conversation sur le temps long et sur le besoin de transition qui doit s'accélérer. Nous qui sommes pionniers dans ce domaine, nous voyons des sujets s'accélérer; notamment celui du plastique. Nous sommes tous ensemble dans un agenda collectif qui va au-delà de l'agenda de chacun et de nos contraintes personnelles.

Pour moi, le choix noir ou blanc type « je n'investis plus dans tel secteur » est un choix trop facile du fait de la complexité de notre monde et nous ne pouvons pas nous arrêter là. Nous devons aller tous dans le train, mais de façon beaucoup plus granulaire. Chacun doit avancer au bon rythme afin que tout se passe au mieux et que la notion de durabilité soit bien intégrée dans les modèles. Si nous faisons du blanc et du noir, cela ne fonctionnera pas.

Eric Pinon – Oui, ce que vous dites est totalement exact. En revanche, il est sûr que nous avons eu un problème que nous devons corriger. Pendant quarante ans, les investisseurs ont connu des placements sans risque, à rémunération garantie et liquides. Demain, s'ils veulent des placements à rémunération avec un choix long terme, il faudra annihiler un peu de la liquidité, et c'est là où nous pourrions vous accompagner de façon beaucoup plus durable.

Cécile Cabanis – Il y a des pionniers. En ce qui nous concerne, c'est symbolique, mais sur notre crédit syndiqué de 2 milliards, les 12 banques mondiales qui nous accompagnent ont accepté dans la renégociation de 2017 un discount sur le taux d'intérêt si nous étions en ligne avec notre agenda B-Corp et la note Vigeo sur laquelle nous nous étions engagés. Au contraire, nous aurions eu un malus sur le taux d'intérêt si ce n'était pas le cas. C'est un élément à appréhender soit dans le risque, soit dans la valeur additionnelle dans le *business model*.

Delphine Gibassier – Je rebondirai sur le fait qu’il est essentiel d’avoir une seule conversation. Les deux jambes, oui. Je pense tout de même, que le symbolique doit être une information « ensemble ». Nous avons eu cette conversation sur la double matérialité telle que proposée par l’Union européenne. Certains l’ont de nouveau interprétée comme une scission et une importance de l’un versus l’autre. Or, cela n’est pas plus possible.

Cela ne veut pas dire que nous devons tout monétariser. Personne n’a encore utilisé ce mot, mais ce n’est pas l’objectif. Tout le monde dit que ce n’est pas ce qu’il faut faire et qu’il faut en revanche avoir une seule conversation ; les choses n’étant pas forcément dites avec les mêmes chiffres ou données. Puis laisser la place à l’analyse. Il y a du qualitatif, il y a du physique, il y a du monétarisé quand nous en avons besoin, sans oublier qu’il s’agit d’une seule conversation à partir de maintenant et considérer le tout comme un ensemble.

Thierry Philipponnat – J’ai envie de m’insérer dans la discussion investisseurs / émetteurs. Nous pouvons le prendre par deux angles différents. Il y a l’angle « risque ». C’est une platitude que de dire que si l’économie n’est pas durable, il n’y aura pas de rentabilité. Encore faudrait-il convertir cette platitude en actions. Et c’est évidemment une question d’horizon temps.

Cécile nous dit qu’elle a un vrai problème en tant qu’émetteur, parce qu’on lui parle long terme quand on lui parle durabilité et on lui parle court terme quand on lui parle rentabilité financière. C’est un vieux débat dans le monde des marchés financiers : le long terme est-il la somme d’instantants de court terme ? Cela peut paraître une question très banale, mais cela peut donner lieu à des débats très approfondis et des thèses fort savantes. Quant à ma réponse, je procéderai par affirmation parce que nous n’avons pas assez de temps. Le long terme n’est pas la somme des instantants de court terme. Ce n’est juste pas possible.

J’entends Éric dire « on est d’accord ». Cela me ravit. Mais si je suis président de l’AFG³⁰ demain, je ne sais pas comment je gèrera

30 - AFG : Association Française de Gestion.

cette question. Je ne suis donc pas en train de dire « y'a qu'à, faut qu'on ». En revanche, nous avons tous construit ensemble un système financier, un système d'investissement qui privilégie le court terme. Nous le savons. J'ai souvenir d'en avoir débattu il y a plusieurs années au sein du forum ANC.

Le gouverneur de la banque d'Angleterre, Mark Carney, a eu le génie d'une expression qui a attrapé les imaginations concernant la « tragédie des horizons ». C'est le fait que nous nous occupons du court terme alors que le problème est à long terme. Il n'est pas le premier à avoir constaté ce phénomène ; il a en revanche eu le mérite de trouver une expression qui permet d'attiser le débat.

Mais en fait, de quoi parlons-nous ? Puisque nous sommes dans la comparaison ferroviaire, nous sommes dans un gigantesque problème de passager clandestin. Prenons l'exemple de la question climatique et de la zone européenne. Pour être vraiment dans le raccourci, l'UE fait de sacrés efforts pour aller vers une finance durable. Admettons que ces efforts aboutissent totalement. L'Europe représente 10 % des émissions de CO₂ du monde. C'est bien, mais le CO₂ ne s'arrête pas à la frontière de l'Europe. C'est là que nous avons un problème de passager clandestin, car si les autres pays ne font pas quelque chose, ils profitent de ce que fait l'Europe et l'Europe pâtit de ce qui se passe ailleurs. Nous avons également un problème de passager clandestin temporel, entre aujourd'hui et demain.

Je reviens à ma comparaison avec la gestion financière et je vais être un peu polémique. Quand nous faisons un ETF³¹ ESG, c'est très bien. Admettons, parce qu'il y a beaucoup de travail, que nous soyons capables de dire avec un bon degré de rigueur ce que veut dire une notation ESG de qualité. À partir du moment où nous sommes sur un ETF, cela veut dire que je peux acheter tout de suite et revendre dans dix minutes ou dans trois jours. Précisons ce que je suis en train de dire en revenant à l'image de passager clandestin. Pourquoi le passager clandestin se permet-il d'être clandestin ? Il se dit que quand le contrôleur arrivera à l'autre bout du wagon, il aura le temps de

31 - Exchange Traded Funds.

partir. S'il se dit qu'il est coincé et qu'il n'y a pas de sortie, il paiera son ticket.

Tant que nous aurons un système sur les marchés financiers où les gens se disent qu'ils ont le moyen de sortir avant que cela dégénère, puisque le marché est liquide, ils continueront. Une expression est devenue très à la mode concernant les questions climatiques, le *Minsky moment*. *Minsky* dit qu'un jour, on arrive au bord de la falaise et tout s'effondre. Mais tout le monde se dit que s'ils ont la liquidité, ils pourront partir avant tout le monde et bien s'en tirer. Si nous étions dans un monde où nous avons vraiment du capital qualitatif, patient, long terme, sans pour autant dire que nous aurions tout résolu, nous n'aurions plus le problème de Cécile qui dit « Mesdames et Messieurs les financiers, essayez de réconcilier votre long terme extra-financier et votre court terme financier ». Tout ceci pour dire que le ferroviaire nous apprend beaucoup de choses.

Eric Pinon – Quand je dis « je suis d'accord », il est vrai que je suis d'accord. L'avantage du président de l'AFG qui signifie « Association Française de la Gestion » est que les ETF ne sont pas encore majoritaires dans notre gestion financière. J'ai dit, et Cécile l'a repris, que nous n'allons pas parler de l'Alpha et du Bêta. Je peux t'assurer, Thierry, que notre objectif actuel est de rendre grâce à l'éducation investisseur une vision plus longue des placements qui nous sont demandés au profit des entreprises et de ce bien-être. C'est tout ce que je peux dire en tant que président de l'AFG et je peux t'assurer y passer beaucoup de temps. Mes membres s'en plaignent parfois, mais cette culture du long terme changera probablement une partie de l'accompagnement des financements ou des participations que nous aurons dans les entreprises.

Patrick de Cambourg – Je remercie les participants et serai rapide pour dire ce que je retiens de ce débat. La première chose est que le binaire ne marche pas. À problème complexe, réponse relativement complète. Je ne dirais pas complexe, simple dans son énoncé, mais complète dans son périmètre de couverture. Dans le fond, c'est la vitesse de transition qui est importante plus que des décisions au

couperet à court terme; ce qui me semble de nature à permettre aux entreprises de gérer leur transition.

Néanmoins j'ai la crainte d'une bulle, c'est-à-dire que certaines valeurs soient survalorisées et d'autres sous-valorisées; ce qui permettrait d'ailleurs des contre-jeux de ceux qui résisteront dans des valeurs sous-valorisées à des horizons de temps réputés courts alors qu'ils sont en fait relativement longs, car la transition prendra du temps. C'est en fait une évolution du marché dans son ensemble, d'où la nécessité d'avoir vraiment des wagons bien accrochés pour faire évoluer tout le monde. Certes, il y a des locomotives et des gens accrochés, mais tout le monde bouge.

La deuxième idée est celle de la conversation unique et je suis absolument d'accord sur l'objectif. Les entreprises ne doivent tenir qu'un langage qui prenne l'ensemble des données avec cohérence et connectivité. Faisons attention néanmoins. C'est un ancien gestionnaire de projets qui vous le dit, les projets se découpent en phases, en sous-sujets, mais il y a une autorité générale qui assure ensuite la coordination du tout, la connectivité et le fait que nous soyons bien en train de parler d'une seule voix.

J'en viens à un dernier point qui n'a pas été abordé à nouveau. Effectivement, l'échelon national n'est pas un échelon pertinent pour ce sujet. L'échelon global est compliqué au sens où il y a dans cette matière des gens moins motivés que ne l'est l'Union européenne. J'attends donc beaucoup des initiatives européennes. D'ailleurs, quand nous regardons la décision du conseil sur l'union des marchés de capitaux, c'est très clair. Quand nous regardons le green deal, c'est très clair. Je pense donc qu'il faut privilégier cela. Cela n'interdit cependant pas les liaisons globales. Comme nous l'avons dit, certains sujets n'ont pas de frontière. Nous allons vers un objectif et il vaut mieux essayer d'avancer, mais il faut bien aussi une dose d'exemplarité là où il y a de la pression positive afin d'avancer.

Table ronde finale: informations sur le long terme et intérêt général

Témoignage par vidéo: **Olivier Guersent** (Commission européenne)

Keynote: **Hans Hoogervorst** (IASB)

Débat: **Virginie Chapron-du Jeu** (Caisse des dépôts),
Antoine Frérot (Veolia), **Jean-Paul Gauzès** (EFRAG),
Hans Hoogervorst (IASB), **Christophe Itier**
(Ministère de la transition écologique et solidaire)

Animé par **Patrick de Cambourg**

Témoignage d'Olivier Guersent par vidéo

Je voudrais tout d'abord vous remercier pour votre invitation à me joindre à vous, comme chaque année depuis trois ans pour ces États généraux de la recherche comptable. Je voudrais ensuite vous présenter mes excuses pour n'avoir pas été en mesure d'être avec vous en personne. Je voudrais enfin vous dire le plaisir que j'ai d'être, malgré tout, parmi vous, par l'intermédiaire de ce message vidéo.

La nouvelle Commission qui prend maintenant ses fonctions doit encore arrêter son programme de travail. Toutefois, dans le domaine comptable, la nouvelle Commission ressemble fort à l'ancienne Commission puisque le Vice-Président Valdis Dombrovskis restera responsable des services financiers, ce qui permet d'avoir une assez bonne idée de ses priorités. Ainsi, il paraît de plus en plus certain que la prochaine Commission européenne nous demandera de préparer une proposition de révision de la Directive concernant la publication d'informations non financières (Non-Financial Reporting Directive). Le Vice-Président Dombrovskis a fait plusieurs déclarations publiques

en ce sens. Comme annoncé par la présidente élue Ursula von der Leyen dans ses orientations politiques, la prochaine Commission a l'intention de présenter une nouvelle stratégie de financement durable dans la continuité de son Plan d'Action de 2018 sur le financement de la croissance durable. La révision de la Directive concernant la publication d'informations non financières constituera sans aucun doute un élément central de cette nouvelle stratégie.

Je tiens à remercier Patrick de Cambourg et son équipe pour leur rapport sur les informations extra-financières publié cette année. Il s'agit d'un travail ambitieux et exhaustif qui contribue d'ores et déjà à nourrir notre réflexion sur les nécessaires évolutions de la future législation en matière d'informations non financières. Je dis législation car j'ai personnellement la conviction qu'il s'agit d'un domaine dans lequel le passage du régime juridique de la Directive à celui du Règlement, serait d'un grand bénéfice.

En quoi est-il nécessaire de réviser les règles qui régissent la publication d'informations non financières ? La réponse est qu'elles ne satisfont pas pleinement les besoins des utilisateurs des états non financiers. En particulier, les attentes des investisseurs et leurs besoins d'information augmentent trop rapidement pour que l'amélioration de l'information non financière liée à l'entrée en vigueur récente de la Directive actuelle puisse y répondre.

Il y a trois raisons pour lesquelles les attentes des investisseurs et leurs besoins d'informations augmentent de manière aussi sensible et aussi rapide.

Premièrement, il devient de plus en plus évident que la crise environnementale à laquelle nous sommes confrontés, en particulier en ce qui concerne le changement climatique, est porteuse de nouveaux risques financiers. Les Banques Centrales ont été parmi les premières à alerter sur ces risques et sur leurs conséquences négatives sur la stabilité financière. Ce sont les Banques Centrales qui, par l'intermédiaire du Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*), ont proposé la création du groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat (Task Force on *Climate-related Disclosures – TCFD*). L'été dernier, nous avons pris en compte les recommandations de ce groupe de travail au travers de

l'actualisation des lignes directrices sur l'information non financière publiées par la Commission Européenne en vue de promouvoir la publication d'informations relatives aux risques et opportunités liés au changement climatique.

Deuxièmement, nous devons réorienter les flux d'investissements vers des activités économiques bénéfiques pour l'environnement et décourager le financement de projets contribuant au réchauffement climatique. Cela crée de nouvelles opportunités pour le secteur financier et appelle la création de nouveaux produits de financement. Toutefois nous savons également que la crédibilité de ces produits innovants requiert une information fiable et pertinente relative aux impacts environnementaux des activités des sociétés émettrices. À cet égard, je suis convaincu que la taxonomie européenne sur les activités économiques durables jouera un rôle crucial, en permettant aux investisseurs d'identifier objectivement les investissements contribuant significativement aux objectifs environnementaux.

Enfin, des évolutions législatives contribuent à la demande croissante d'information non financière de la part des investisseurs. À titre d'exemple, je citerais, le projet de règlement européen relatif à la publication d'informations en matière de développement durable par les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs. Comme l'ont souligné de nombreux acteurs des marchés financiers, la qualité des futures informations qui seront publiées en application de ce règlement dépendra de la pertinence de l'information communiquée en amont par les entités émettrices des titres détenus par les intermédiaires financiers.

Jusqu'à présent, j'ai parlé principalement d'information non financière. Cependant, il convient également de ne pas négliger le rôle de l'information financière. Cette dernière concourt en effet à une prise en compte adéquate des risques de durabilité dans l'évaluation des bénéfices futurs. Par ailleurs, les normes comptables ont un impact sur l'allocation des fonds propres et sur le financement de la dette nécessaire pour la transition vers une économie européenne plus durable.

L'information financière réglementée est un bien public en ce sens que c'est un bien non-exclusif – tout le monde a un accès égal

à cette information – et qu'elle est reproductible à peu de frais ou gratuitement. Mais au-delà d'être un bien public, elle devrait aussi contribuer au bien public. Cette idée s'inscrit dans la continuité de la réflexion menée en 2000 par la Commission dans le cadre de sa stratégie de Reporting Financier. L'objectif principal de la politique IFRS de l'UE en 2000 consistait à créer un marché des capitaux de l'UE liquide et intégré, ainsi qu'à améliorer son efficacité grâce à une information financière commune. Toutefois la stratégie de la Commission en matière d'IFRS s'est également attachée à mettre en place un mécanisme européen d'adoption des normes IFRS dont les critères d'adoption s'étendent au-delà des seuls besoins d'informations propres aux investisseurs. Par conséquent, préalablement à l'adoption conforme d'une norme IFRS par un règlement européen, le règlement IAS impose à l'Union européenne de vérifier, au-delà des critères techniques, que les IFRS concourent bien au bien public européen. Bien que le règlement IAS ne définisse pas en détail la notion d'intérêt public de l'UE, ce dernier conduit notamment à évaluer l'impact d'une nouvelle norme IFRS sur l'économie et la stabilité financière de l'Union ainsi que sur les objectifs européens en matière de développement durable. En effet, il serait inapproprié pour l'UE d'adopter des normes comptables internationales élaborées par des spécialistes de la comptabilité (« technocrates ») qui pourraient avoir des effets négatifs sur l'intérêt public européen au sens large et affecter un large éventail de parties prenantes.

À cet égard, l'analyse sémantique de la littérature financière comptable, qui a été présentée dans le cadre la première table ronde de ces états généraux, illustre bien le hiatus qui peut survenir entre l'intérêt général et une série d'intérêts plus étroits, tout comme est étroit le prisme adopté par l'IASB en termes de parties prenantes intéressées à l'information financière. Ainsi, dans le corpus des normes IFRS, le mot environnement n'est utilisé que pour désigner l'environnement économique, et le terme climat uniquement pour désigner le climat politique...

Cette différence de perspective entre les objectifs de politiques publiques de l'Union européenne au sens large et l'approche de l'IASB, centrée sur les considérations propres aux investisseurs, peut

conduire à des différences d'appréciations significatives sur les effets induits d'une norme. À cet égard, la rédaction actuelle du règlement IAS ne permet qu'une prise de décision binaire: l'adoption conforme ou le rejet intégral d'une nouvelle norme ou interprétation relative aux IFRS. En effet, le règlement IAS ne prévoit pas la possibilité de modifier les normes publiées par l'IASB. Cette rigidité est susceptible de conduire à des situations dans lesquelles l'adoption d'une norme IFRS par l'UE serait retardée, voire s'avérerait impossible, en raison du constat que certaines dispositions spécifiques de la norme affecteraient négativement l'intérêt public européen. À cet égard, je pense que nous devrions reconsidérer soigneusement le manque de flexibilité de l'UE en matière d'approbation des IFRS.

Le traitement comptable des instruments de capitaux propres et notamment des actions, évaluées à la juste valeur en application d'IFRS 9 Instruments financiers est un bon exemple des impacts potentiellement négatifs des normes IFRS sur le financement à long terme de la transition vers une croissance durable. IFRS 9 permet de comptabiliser les détentions en action en juste valeur par contrepartie des autres éléments du résultat global (OCI), mais contrairement à IAS 39, elle ne permet pas de recycler en résultat les plus-values accumulées durant la détention de l'instrument lors de sa cession.

Dans son avis d'adoption relatif à IFRS 9 adressé à la Commission, l'EFRAG a souligné que ce traitement comptable était susceptible de ne pas refléter de façon adéquate la stratégie d'investissements des investisseurs de long terme, notamment celles des entités exerçant des activités d'assurance. L'EFRAG a notamment observé que l'option pour la comptabilisation en juste valeur par contrepartie des autres éléments du résultat global n'était pas attractive pour les investisseurs de long terme en raison de l'interdiction de reconnaître en résultat les plus-values réalisées, ce qui ne permet pas de refléter correctement leurs performances.

Dans ce contexte et à la suite du plan d'action pour une croissance durable de mars 2018, la Commission a adressé deux demandes d'avis technique à l'EFRAG sur le traitement comptable des investissements en actions selon IFRS 9 Instruments financiers et sur ses conséquences sur le comportement des investisseurs de long terme. Nous

attendons prochainement un avis de l'EFRAG relatif à de possibles alternatives à la comptabilisation en juste valeur des instruments de capitaux propres détenus dans une perspective d'investissement de long terme. À cet égard, je suis pleinement conscient de la difficulté à définir le concept « d'investissements durables à long terme » à des fins réglementaires. S'agit-il de la nature de l'investissement, de son horizon temporel, de la définition juridique de l'instrument de financement sous-jacent, de la période de détention prévue ? L'UE a néanmoins dû surmonter des problèmes très similaires lors de l'adoption du règlement relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (*European Long Term Investment Funds - ELTIF*) visant à soutenir une croissance durable, intelligente et inclusive. J'ai donc toute confiance en l'EFRAG pour surmonter cet obstacle technique et définir une solution opérationnelle et pragmatique. Je tiens d'ailleurs à remercier très chaleureusement Jean Paul Gauzès, Chiara del Prete et les équipes techniques de l'EFRAG pour leur investissement dans ce projet techniquement complexe.

Les avis sont partagés au sein de l'EFRAG, mais je note néanmoins qu'une majorité des répondants à la récente consultation publique de l'EFRAG, y compris les investisseurs, soulignent la nécessité d'une alternative au traitement comptable d'IFRS 9 applicable aux actions. La plupart soutiennent la réintroduction du recyclage accompagné d'un processus de dépréciation réversible. Cela me semble simple : il n'y a pas d'arguments conceptuels convaincants contre le recyclage des plus-values réalisées au compte de résultat. Et si le recyclage incite à investir dans des actions sur le long-terme, pourquoi ne pas le réintroduire ? Mais naturellement pour pouvoir faire cela nous devons amender la réglementation IAS et mettre fin à son régime binaire dit de « *carve out* » pour passer au « *carve in* ».

Pour mettre les choses en perspective : bien sûr, la comptabilité n'est ni le seul critère de décision, ni le critère prépondérant pour les décisions d'investissement à long terme, mais le traitement comptable et la présentation de la performance des placements à long terme joue un rôle important dans la décision d'investir. Or, la comptabilité est un système conventionnel de représentation. En tant que tel, elle projette un ensemble de valeurs et sert un certain nombre d'intérêt.

La neutralité comptable n'existe pas. Cet état de fait n'est pas illégitime pour autant que la norme comptable reste - pour emprunter une expression à mon ami Mark Carney - « *decision useful* ». En d'autres termes qu'elle fournisse une représentation permettant de concilier les intérêts légitimes à court terme des investisseurs et les intérêts à long terme des sociétés humaines, ce que les anciens grecs appelaient : l'éco-nomos et l'éco-logos.

Key note de Hans Hoogervorst³²

Je voudrais d'abord remercier l'ANC et tout particulièrement son président, Patrick de Cambourg, pour me donner l'opportunité de m'adresser à vous sur cette thématique importante de la comptabilité de long terme. Je veux aussi remercier Patrick d'avoir réussi à m'attirer dans cette merveilleuse ville de Paris. Malgré les circonstances, il s'agit sans doute d'une des plus belles villes du monde.

Je suis d'accord avec tous ceux qui considèrent que les marchés financiers souffrent d'une vision court-termiste. Dans notre économie de marché moderne, plus qu'auparavant sans doute, les gens font travailler l'argent des autres acteurs. Avec cette complexité croissante de l'économie, l'écart entre les investisseurs et ceux qui font l'objet des investissements ne cesse de se croiser. Trop nombreux sont les acteurs qui ont finalement peu d'intérêts en jeu.

Il est donc essentiel d'avoir des normes comptables de bonne qualité. Elles doivent permettre de soutenir l'investissement à long terme en proposant des informations précises, et publiées en temps utile sur les performances financières, les tendances et les risques. Ces normes comptables doivent avoir pour objectif de refléter le plus fidèlement possible la réalité économique, ce qui n'est pas toujours facile, et d'aider les entreprises et investisseurs à relever les défis qui se présentent en temps utile.

Parmi les projets sur lesquels travaille l'IASB, certains aideront justement les entreprises à mieux expliquer leurs performances à long

32 - Le texte en anglais est également disponible sur le site de l'IASB :
<https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/12/accounting-standards-and-the-long-term/>

terme aux investisseurs. Je voudrais vous parler aujourd'hui de nos travaux sur le projet *Financial Statements* (PFS), les états financiers primaires, ainsi que sur *Management Commentary*. Je parlerai également du traitement comptable des investissements en capitaux; ce qui sera ma pièce de résistance suite aux propos précédents.

Sur le projet PFS d'abord, le résultat (bénéfice ou perte) restera toujours un indicateur de performance très important puisqu'il permet de rassembler tous les éléments des produits et des charges. Cependant, il faut bien reconnaître que les entreprises ont besoin d'un certain nombre d'agrégats intermédiaires pour mieux expliquer leurs stratégies opérationnelles et leurs performances. Or, les normes IFRS ne fournissent pas actuellement de tels sous-totaux; ce qui explique la multiplication des indicateurs *Non-GAAP*.

Dans l'exposé-sondage publié en début de semaine, nous proposons trois nouveaux sous-totaux obligatoires du compte de résultat, dont le bénéfice d'exploitation. Le fait que les normes IFRS apportent une définition au bénéfice d'exploitation constitue une réelle avancée. En effet, cet indicateur est utilisé par toutes les entreprises à travers le monde, même s'il n'appartient pas au référentiel comptable et est sujet, en tant que tel, à de nombreuses interprétations et définitions différentes. Nous avons constaté plus de 9 définitions différentes sur une centaine de groupes observés.

Pour les entreprises industrielles et commerciales, la notion de bénéfice d'exploitation exclura les résultats financiers des investissements et activités financières. Cela permettra aux entreprises qui ont un petit portefeuille titre, mais dont ce n'est pas l'activité principale, de ne pas voir le résultat d'exploitation impacté par l'évolution de la valorisation de ces investissements, et donc de mieux expliquer ses performances liées à son activité.

Viennent ensuite les travaux sur le rapport de gestion et la mise à jour du *practice statement*. Ce projet est important pour aider les entreprises à raconter leur histoire à long terme aux investisseurs. En effet, les états financiers donnent des informations principalement rétrospectives et ne peuvent pas expliquer pleinement la stratégie à long terme d'une entreprise. Les états financiers donnent peu d'informations utiles sur le modèle d'entreprise, les ressources incorporelles,

l'environnement des entreprises dans laquelle elle opère, qui sont des données plus prospectives. Une entreprise a donc besoin de la partie narrative de son rapport annuel pour expliquer de manière adéquate sa stratégie à long terme.

Dans l'économie moderne, les biens immatériels, comme la technologie et la qualité des ressources humaines d'une entreprise, les ressources sont de plus en plus déterminantes pour sa viabilité à long terme. Pourtant, la plupart de ces biens immatériels échappent aux états financiers. Le rapport de gestion peut y remédier.

Il est également clair que les questions de durabilité, comme le changement climatique, posent de véritables défis à la compréhension de la création de valeur par l'entreprise dans le temps. Nous devons fournir des orientations sur la manière d'inclure ces informations dans le rapport de gestion, dans la mesure où elles pourraient affecter les flux de trésorerie futurs non encore appréhendés dans les états financiers.

Si, effectivement, la volatilité à court terme dans les états financiers rend compte d'une véritable réalité économique, il ne faut pas l'écarter de façon artificielle. Prenons le cas d'un avion qui vole de Londres à New York. La direction de l'avion n'est pas déterminée par le pilote seul, mais aussi par des facteurs externes comme la vitesse ou la direction du vent. Le pilote doit effectuer des corrections continues à court terme afin d'atteindre l'objectif à long terme, à savoir arriver à New York en toute sécurité.

Il en va de même pour les entreprises. Aucun investisseur ou dirigeant à long terme ne peut se permettre d'ignorer les fluctuations à court terme, ne serait-ce que parce qu'on ne sait jamais à quel point le court terme sera court. Lorsque j'ai donné pour la première fois un discours sur ce sujet en 2013, les banquiers centraux ont qualifié d'« exceptionnellement bas » des taux d'intérêt d'environ 1 %. On s'attendait à l'époque à ce que ces taux reviennent à des niveaux « normaux » assez rapidement. Il aurait été malencontreux de considérer cette baisse des taux d'intérêt comme une forme de volatilité à court terme. Six ans plus tard, les taux d'intérêt au Japon et en Europe sont négatifs imposant aux assureurs et aux banques des pressions très fortes. Les banques centrales ne s'attendent plus

à un retour rapide aux politiques conventionnelles. Ils considèrent désormais que les taux resteront bas de façon durable. Autrement dit, le court terme est devenu le long terme.

Cela m'amène à ma pièce de résistance, à savoir la façon dont IFRS 9 (Instruments financiers) traite les investissements en actions. Suite à la suppression dans la norme IFRS 9 de la catégorie des actifs disponibles à la vente (AFS), la comptabilisation à la juste valeur dans le compte de résultat est devenue le principe. Un certain nombre de parties prenantes, notamment des assureurs, considèrent qu'il s'agit d'une incitation à ne pas investir à long terme en actions car cela pourrait conduire à davantage de volatilité sur le compte de résultats à court terme. La Commission européenne a demandé à l'EFRAG d'examiner cette question et le *CMU High-Level Group*³³ a plaidé pour le rétablissement de cette catégorie. Je comprends pourquoi certains éprouvent de la nostalgie pour la comptabilité AFS. La norme antérieure (IAS 39) permettait de lisser les résultats au fil du temps. Les bénéfices sur ces investissements en actions de la catégorie AFS étaient comptabilisés uniquement lors de la vente. Cette catégorie était sujette aux dépréciations, mais chacun était libre de choisir le moment opportun. Les pratiques en la matière étaient tout à fait divergentes. Certaines entreprises ne comptabilisaient les pertes qu'après une perte de valeur prolongée pouvant aller jusqu'à 50 %. Malgré de nombreux efforts, personne n'a pu proposer un modèle robuste pour les dépréciations s'appliquant aux investissements en actions.

En pratique, la catégorie AFS a donné aux entreprises une grande marge de manœuvre pour décider du moment de la comptabilisation de leurs gains et des pertes dans leurs portefeuilles d'actions. Était-ce pratique ? Certainement. Mais est-ce que cela a entraîné une comptabilité qui reflète pleinement la réalité économique ? Je ne le pense pas.

Examinons l'exemple concret et simplifié du compte de résultat d'une société sur laquelle les investissements AFS ont eu un impact

33 - *Capital Market Union high level group.*

significatif. Nous sommes dans le cas d'une société non financière qui détient un portefeuille d'investissements en actions en vue de couvrir ses obligations futures. Dans le cas présent, le mode de comptabilisation était parfaitement conforme aux exigences de la norme IAS 39. Nous n'avons pas la preuve objective que la vente d'actions était motivée par le désir de lisser les revenus et il se peut qu'en 2015 et 2017, l'entreprise ait eu des besoins de liquidités ayant motivé la vente des investissements en question.

Toutefois, étant donné que cette société conserve ses investissements financiers à long terme, il est probable que les bénéfices en 2015 et 2017 ont été accumulés sur une longue période de temps. Le recyclage des OCI en 2015 et 2017 ne reflète donc pas entièrement l'activité de l'entreprise sur ces années. En outre, cela a pu cacher la détérioration des performances de l'entreprise sur la période. Lorsqu'en 2018, le recyclage des bénéfices n'était plus possible, le revenu net est devenu tendu.

Company X - impact of AFS on income statement

Financial results							
Statement of comprehensive income	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net income before impact of AFS	2,450	2,500	2,200	300	1,900	1,700	1,000
Realised gain on sale	200	320	680	730	320	740	-
Net income	2,650	2,820	2,880	1,030	2,220	2,440	1,000
Change in FV remaining portfolio	600	500	400	(500)	200	50	(100)

Dans une perspective d'investissement à long terme, je reste fortement convaincu que les normes comptables doivent limiter autant que possible les capacités d'une société à piloter ou ajuster ses revenus. La gestion des revenus peut masquer la véritable performance d'une entreprise en lissant ses bénéfices au fil des années.

Elle peut masquer une détérioration des performances de l'entreprise, permettre des distributions de dividendes indus et laisser l'investisseur dans l'ignorance de la véritable performance.

C'est pourquoi je pense que la comptabilisation des investissements en actions à la juste valeur par le biais du compte de résultat est meilleure. Certes, cette méthode peut entraîner une certaine volatilité à court terme, mais si vous possédez des actions, vous devriez être prêt à faire face à cette situation et à l'expliquer aux investisseurs.

Néanmoins, je suis sûr que ce débat se poursuivra dans les années à venir. Il sera probablement un des sujets brûlants de la revue de la mise en œuvre (PIR) d'IFRS 9. Cette revue permettra de recueillir des preuves objectives de l'impact de la suppression de la catégorie AFS. Nous pourrons, par exemple, examiner l'expérience des assureurs du monde entier, qui ont déjà adopté IFRS 9. La PIR sera réalisée par mon successeur et je suis convaincu qu'il ou elle mènera cette discussion à un résultat satisfaisant à long terme.

Pour conclure rapidement, les travaux de l'IASB sur PFS et le rapport de gestion aideront les entreprises à mieux raconter leurs évolutions sur le long terme. Cependant, ces évolutions à long terme restent sujettes à une évaluation des performances à plus court terme pour savoir si nous sommes dans la bonne direction. Enfin, je crois que le retrait de l'AFS était une bonne chose, qu'il restera à valider lors de la revue de mise en œuvre de la norme IFRS9.

Merci pour votre attention.

Débat

Antoine Frérot – Merci de votre invitation, et bonsoir à toutes et à tous. Lorsque nous évoquons la comptabilité, nous évoquons un champ de l'information sur la performance des entreprises. Et pour avoir une réflexion sur la performance des entreprises, il faut avoir une idée de ce qu'est une entreprise et de ce qu'est sa performance.

Une entreprise, ce n'est pas qu'un émetteur. Une entreprise a donc nécessairement une vision plus large de sa performance que celle de sa performance à destination des investisseurs. Une

entreprise, c'est le rassemblement de différents publics qui se sont mis ensemble pour produire des fruits qu'ils n'auraient pas pu produire séparément et qui en attendent tous des retombées. Ce sont ce que nous appelons ses parties prenantes : les investisseurs, les clients, les salariés, les fournisseurs et toute une autre série de parties prenantes plus larges, y compris les générations futures puisque très souvent, une entreprise vise à dépasser et transcender les générations.

À partir de là et dès lors qu'elle doit servir différents publics, sa performance est nécessairement plurielle ou multidimensionnelle. C'est ce que nous avons vraisemblablement oublié au cours des dernières décennies. Nous avons voulu définir un rôle plus simple et sans doute simpliste des entreprises, à partir de ce que Milton Friedman et ses disciples ont imposé au monde entier, un modèle simple de l'entreprise. L'entreprise a un seul objectif qui est de maximiser ses profits sous un jeu de contraintes qui rassemblent les intérêts des autres acteurs et des autres parties prenantes de l'entreprise. Optimiser une variable sous un jeu de contraintes : cette vision simple a par conséquent donné une information simple concernant la performance avec la comptabilité financière.

Ce rôle de l'entreprise me semble miner aujourd'hui l'économie de marché et le capitalisme. Il est aujourd'hui clairement dépassé. Aujourd'hui, quand on leur pose la question « à qui servent les entreprises ? », une majorité répond « à quelques-uns », et pas seulement dans ce pays. Ils oublient que depuis 150 ans, ce système économique a apporté la prospérité à une très large partie de la population. En disant « à quelques-uns », ils pensent essentiellement aux actionnaires et aux patrons.

Si cette idée continue de s'enraciner, il sera bien difficile, notamment au monde politique et à ceux qui nous représentent, de défendre le système économique dans lequel nous vivons. Il est donc nécessaire d'élargir cette vision trop simpliste. Une entreprise n'a pas un objectif avec un jeu de contraintes ; elle a plusieurs objectifs, et aucune de ses parties prenantes n'est une contrainte plus ou moins qu'une autre. Dès lors, les performances sont nécessairement plurielles. Lorsque nous rendons compte de ces performances, l'information doit en tenir compte. L'idée que c'est parce que les entreprises étaient prospères

qu'elles étaient utiles à la société me semble une idée dépassée. C'est parce qu'elles sont utiles qu'elles sont prospères, et pas l'inverse.

Dès lors, lorsque vous parlez d'informations concernant les entreprises, je comprends bien que vous abordez les informations qui dépassent les informations financières. Elles dépassent également les horizons de temps habituels, le court terme notamment. La vraie question à se poser est « à qui doit servir la comptabilité ? Doit-elle servir d'abord aux investisseurs ? Ou doit-elle servir à l'ensemble des acteurs, de ceux qui s'engagent dans l'aventure qu'est l'entreprise, c'est-à-dire ses parties prenantes ? » Nous l'avons entendu tout à l'heure, il est évident que la comptabilité n'est pas neutre.

Ainsi se pose la question de savoir quel est le rôle de la comptabilité dans la perspective de l'intérêt général. Si la comptabilité ne doit servir seulement l'investisseur quel que soit l'horizon de temps et quel que soit d'ailleurs le type d'informations, financier ou extra-financier, elle aura du mal à convaincre les autres parties prenantes. J'ajoute qu'elle n'a peut-être pas grand-chose à faire avec l'information qui doit leur être fournie. Il nous faudra trouver d'autres voies pour fournir cette information.

Jean-Paul Gauzès – Tout d'abord, sur l'intérêt de l'entreprise, je partage totalement ce point de vue. Depuis que je suis arrivé à l'EFRAG, j'ai souhaité que nous accentuions l'écoute des entreprises. C'était aussi ma position au Parlement européen. Il ne s'agit pas de subir le lobbying des entreprises, mais d'essayer de mesurer ce qui est utile dans le rôle joué par les entreprises et de faire en sorte que la réglementation ou les mesures prises ne soient pas des freins ou des paralysants. Si la paralysie est appliquée sur l'entreprise, comme sur les chemins de fer, plus personne ne bouge.

Deuxièmement, les propos d'Olivier Guersent étaient très clairs tout à l'heure : la Commission attend de l'EFRAG qu'il apporte une vision d'intérêt général européen. Ceci existait dès l'origine de l'EFRAG en 2001 et a été renforcé par les propositions du rapport Maystadt en 2013 qui a mieux défini l'impératif de prendre en considération l'*European public good*. Olivier Guersent l'a défini tout à l'heure en disant combien il était parfois difficile à cerner. Intuitivement, je dirai

que c'est ce qui ne doit pas mettre en cause le mode d'existence économique et social de notre Union européenne.

Il est important de prendre en compte ces aspects et c'est ce que nous faisons. Pour parler concrètement de notre changement d'orientation ou d'attitude, sur la norme IFRS 17 qui est actuellement un sujet de discussion, le *board* de l'EFRAG a mis en évidence en août 2018 un certain nombre de points qu'il paraissait nécessaire d'examiner de façon peut-être plus précise, de manière à lever des incertitudes. Dans notre rôle d'examineur pour la Commission européenne, nous avons fait connaître à l'IASB six points. Ce mode de fonctionnement a été efficace. C'était relativement nouveau et l'IASB a rouvert le débat sur ces questions techniques par le biais de nouveaux travaux du *staff*, des concertations et autres. Grâce à cette intervention de l'EFRAG, je pense que nous pourrions améliorer cette norme que tout le monde attend car le standard actuel IFRS 4 n'est pas satisfaisant. Il faut qu'elle soit adaptée au fonctionnement du marché européen de l'assurance.

Je pense que l'EFRAG aura aussi un rôle à jouer dans les semaines ou mois à venir dans le domaine évoqué dans la table ronde précédente, celui des normes financières / non financières. D'ores et déjà la Commission européenne, dans son plan d'action sur la finance durable, a demandé à l'EFRAG d'être le support d'un *lab* sur les bonnes pratiques en matière d'informations non financières. Le premier groupe de travail a été mis en place et devrait rendre son rapport en janvier ou février prochain. Le premier thème traité est celui de l'information sur les incidences du changement climatique. Il ne s'agira pas de préconisations obligatoires ni législatives, mais d'un recueil d'indications de bonnes pratiques qui pourront être prises en compte. Ces bonnes pratiques procèdent de l'examen d'une centaine d'entreprises européennes qui ont déjà publié des informations dans ce domaine. Le prochain sujet sera mis en route en février ou en mars et traitera des incidences, des avantages et des inconvénients sur les changements du business model. Le moment venu, il y aura appel à candidatures pour remplir les postes de cette *task force* qui travaillera sur ce sujet probablement à partir du mois de mars.

Voilà ce que nous essayons de faire pour la prise en compte de l'intérêt général et de l'intérêt européen. Je dois dire que nous avons la chance d'être accompagnés à la fois par des membres du *board* sensibles à cette question et par une équipe de l'EFRAG tout à fait efficace.

Christophe Itier – Merci tout d'abord de me faire l'honneur de partager ce cercle où je suis un peu le témoin test. Même si la comptabilité n'est pas mon pain quotidien, je pense qu'elle est un levier puissant sur lequel nous pouvons agir. Comme l'a notamment dit Antoine Frérot, si nous voulons transformer le système économique et financier actuel, et pour reprendre le titre du *Financial Times* opérer un *reset* du capitalisme, il faut agir sur le logiciel et les leviers les plus puissants de ce capitalisme. Or, la comptabilité en est un.

Si nous parlons beaucoup des enjeux environnementaux et climatiques, nous voyons bien que sans mener de front la transition écologique et la transition solidaire et sociale, nous nous exposons à de graves fractures. Nous l'avons déjà vu et nous le vivons dans notre pays. Nous le voyons également dans le monde. La COP 25 s'est achevée à Madrid alors qu'elle devait se dérouler au Chili, qui était réputé comme l'un des pays les plus stables d'Amérique latine. Nous sommes face en fait à un enjeu politique. Derrière les questions techniques que vous abordez ici, il s'agit bien d'un projet politique : quelle Europe et quel monde voulons-nous construire ?

Vous avez beaucoup parlé de risques, cela passe par la prévention de nouveaux risques. Cela passe aussi par la prévention de nouvelles échelles du temps. Nous pensons notamment au long terme, thème de la journée. Cependant, pour moi, nous devons partager un seul risque : celui de l'inaction, et un seul enjeu, celui de l'urgence. Nous devons donc à la fois nous inscrire dans le temps long et avec aussi à un degré de mobilisation extrêmement fort.

Derrière ces sujets parfois de haute technicité comptable, nous parlons bien d'un projet politique, et d'un projet politique européen sur lequel nous devons travailler, situé entre un capitalisme ultra financier, néolibéral et porté encore par une partie de la planète et un capitalisme d'État porté par une autre partie. Cela induit aussi

des enjeux géostratégiques avec la fin du multilatéralisme pour certains, et la résurgence d'une diplomatie économique qui vient contrecarrer ce multilatéralisme. Tous vos travaux constituent donc un élément essentiel pour accélérer la transition de nos entreprises, de nos modes de financement, des investissements, mais également pour la construction des politiques publiques. Nous parlons beaucoup d'investisseurs privés, de la place financière, mais vos travaux devront évidemment impliquer que nous révisions nos politiques publiques en étant dans une logique d'investissement au service de l'utilité économique, écologique et sociale. Je pense que la notion d'entreprise utile, de finance utile, de politique publique utile est plus puissante que celle d'intérêt général.

Derrière, il s'agit aussi de questions techniques d'évolution des normes. Beaucoup en sont des artisans acharnés et nous devons mener ce travail de manière diplomatique, peut-être en étant moteur sur le plan français, mais en étant aussi dans le souci d'embarquer le plus grand nombre d'États européens, voire mondiaux, sur ces questions d'évaluation bilan. Il s'agit aussi de travailler à la recherche. C'est notamment le rôle de la puissance publique que de soutenir davantage la recherche, le travail sur l'évolution des normes et des méthodologies. Il s'agit également de développer les expérimentations dans les entreprises afin qu'elles commencent à travailler ces questions. Je sais que certaines sont déjà dessus, qu'elles adoptent différentes méthodes. Je pense néanmoins que nous devons avoir demain plus de chefs d'entreprises comme Antoine Frérot qui portent ces questions de manière forte. Ce doit être le cas dans les grandes entreprises, le CAC 40 ou le SBF 120, mais il est aussi important d'adresser les entreprises de nos territoires, les PME, les ETI, les TPE qui sont parfois loin de ces sujets ou peu outillées pour les aborder. L'enjeu est d'embarquer l'ensemble du tissu entrepreneurial français dans ces questions.

Cela veut dire aussi qu'il nous faut travailler avec conscience sur l'évolution des outils financiers et comptables et faire en sorte que de plus en plus d'entreprises, d'universitaires, travaillent sur ces nouveaux modèles intégrant désormais une autre façon d'envisager notre développement et la croissance et aider à aborder

l'entreprise, à la fois en termes d'utilité économique, sociale et écologique.

J'insiste encore une fois sur la question de la formation. Antoine Frérot l'a dit, nous sommes tous d'inspiration friedmanienne. Le monde s'est construit ainsi. Ne faudrait-il pas arrêter de l'enseigner ? Nous devons aussi travailler à la façon dont nous formons les futures générations à cette complexité nouvelle de l'économie, de la finance, de la norme et de la comptabilité.

Virginie Chapron-du Jeu – Tout d'abord, bonjour à tous. Je remercie Patrick de m'avoir invitée aujourd'hui. La Caisse des Dépôts est un investisseur de long terme, dont les missions sont d'intérêt général depuis plus de 200 ans. Elle exerce ses missions dans l'intérêt des citoyens auprès des territoires et pour appuyer les politiques publiques. Je pense qu'elle a toute sa place dans cette table ronde.

Lorsque vous êtes un investisseur de long terme, vous êtes d'abord dans un temps long qui est celui de la finance patiente et qui est là pour accompagner les grandes transformations et transitions, notamment celles qui seront du XXI^e siècle, c'est-à-dire la transformation numérique, écologique et même intergénérationnel ; qui est aussi un point important, notamment en termes de cohésion sociale. C'est d'ailleurs le cadre d'intervention de la Caisse des Dépôts dans ses mandats classiques, mais aussi dans la gestion de son portefeuille d'investissement, qui est un portefeuille d'investissement de long terme, avec une part très importante (un tiers) d'actifs qui sont des actifs actions et de participations.

Je vais donc réagir aux propos tenus précédemment. Quand vous êtes un investisseur de long terme, ce qui vous importe n'est pas ce qui se passe tout de suite, mais ce qui se passe dans le temps et qui peut agir sur l'évolution de la valeur de votre portefeuille, qui peut changer que ce soit sur les aspects financiers qu'extra-financiers. Au sein de la Caisse des Dépôts, nous avons d'ailleurs mis la finance et la finance durable au même endroit dans la direction financière. Il est donc important que la comptabilité puisse traduire la réalité économique de notre activité. Dans cette réalité économique notamment, il n'y a pas que l'aspect court terme.

Concernant la comptabilisation des actions, j'ai été très contente d'entendre les propos ouverts de M. Guersent. Le problème actuel d'IFRS 9 est que le traitement comptable des actions n'offre que deux possibilités: soit la juste valeur en résultat, soit un traitement par OCI sans possibilité de recyclage par résultat. Or, quand vous êtes un investisseur de long terme, vous devez pouvoir comptabiliser les deux pattes de la performance, aussi bien le dividende que la création de valeur. Cette dernière est importante car elle nous permet notamment de voir comment nous agissons dans le temps. J'ajoute qu'elle est vraiment la réalité économique puisque nous n'avons pas l'intention de vendre notre portefeuille dans l'immédiat, considérant que nous sommes là pour accompagner.

Dans cet accompagnement et dans cette appréciation de notre performance, il y a bien sûr l'extra-financier et particulièrement toutes les questions relatives au climat, à l'environnement et à la transition qui se traduisent d'abord par des risques. Ce sont des risques physiques et même sociaux, notamment en cas d'absentéisme, de problèmes d'image ou autres. Nous avons donc intégré de façon complète les aspects extra-financiers et financiers. Dans notre gestion, à chaque fois que nous faisons un investissement, nous regardons les aspects ESG, enfin tout ce qui est économique, social et gouvernance, ainsi que tout l'aspect ISR.

De plus, comme nous avons un portefeuille actions important, nous considérons que vis-à-vis notamment des entreprises qui sont dans ledit portefeuille, nous nous devons d'être promoteurs de la transition et de faire tendre les entreprises vers une prise en considération de la transition écologique et environnementale. C'est pourquoi nous avons une démarche de dialogue actionnarial avec toutes les entreprises que nous détenons dans notre portefeuille. Nous leur demandons de pouvoir traduire leur trajectoire bas carbone et de nous donner des indicateurs d'objectifs.

Nous souhaitons intégrer globalement les deux aspects. Cela passe non seulement par la prise en compte de la partie extra-financière, mais aussi par une meilleure traduction comptable de la performance à long terme. Je pense que le fait d'être dans une vision court-termiste nuit certainement à cette prospection,

prospection dynamique et absolument utile pour un investisseur comme nous.

Quelle est votre réaction sur Milton Friedman ?

On a tendance à dire que si on reste dans cette démarche friedmanienne, le capitalisme est à terme condamné.

Qu'en pensez-vous ?

Hans Hoogervorst – Nous sommes face à une crise écologique et nous sommes bien obligés d'en tenir compte et d'y réagir. Les sociétés devront expliquer les actions mises en œuvre pour faire face à cette crise environnementale. Cela ne relève pas du mandat de l'IASB. De même nous ne sommes pas en charge de définir des normes dans tous les domaines possibles et imaginables, mais il est vrai qu'en ce domaine, les choses se consolident avec de nombreuses initiatives privées. Votre rapport va dans ce sens.

Je rejoins tout à fait les considérations exprimées. Je ne vois d'ailleurs pas de menace spécifique à nos normes comptables actuelles car les marchés des capitaux réagissent très vite : si une société ne donne pas les résultats escomptés, elle sera sanctionnée. Il y aura donc toujours une nécessité de communication des résultats financiers, mais en même temps, il faut aller au-delà de l'immédiat, et cela ne me pose pas de problème.

Antoine Frérot – J'ai envie de poser une question à la communauté comptable, voire de proposer un défi ou un projet. Dans ma vision de l'entreprise, vous avez compris que les critères ESG ne viennent pas en supplément de la performance financière. Ce ne doit pas être une cerise sur le gâteau, comme on les traite aujourd'hui ; mais ces autres performances doivent avoir le même niveau d'exigence, même si leur importance peut varier à un moment ou l'autre. Elles doivent être natives de la stratégie de l'entreprise.

Cette vision est en train de conquérir le monde ; elle était inaudible il y a trois ans. Christophe Itier a rappelé que les associations d'entreprises américaines l'ont ralliée très fortement il y a quelques mois et les Anglais depuis plus longtemps encore. Il me semble



donc que cette vision va s'imposer. Il ne suffira néanmoins pas de l'affirmer pour casser la défiance des populations vis-à-vis du monde économique. Il faudra apporter des preuves que les discours comme le mien rentrent dans les faits. Pour ce faire, il faudra également apporter des nombres.

La communauté comptable peut être l'instrument pour rapporter ces chiffres et ces preuves à la condition qu'elle s'affranchisse de sa sujétion à la finance pour refléter les performances plurielles et multidimensionnelles des entreprises. Comment construire le bon indicateur de satisfaction des clients ? Ce n'est pas en s'adressant aux financiers, mais aux clients. Comment mesurer le taux de satisfaction des salariés au sein d'une entreprise ? Ici aussi, il faut s'adresser directement aux salariés. Il en va de même pour la préservation de la biodiversité, la diminution des gaz à effet de serre ou tout autre type de pollution. Il faudra sans doute construire les indicateurs à partir des professionnels de ces domaines.

Il y a une place à prendre sur la nécessité de rendre compte des performances multiples et apporter la confiance qui nous manque au sein de la population. Êtes-vous prêt à le faire ? Êtes-vous prêt à aller chercher en dehors de la finance, les injonctions qui me semblent avoir été celles de la comptabilité depuis maintenant plusieurs décennies ?

Permettez-moi de donner l'exemple actuel de la communication sur le carbone : dans les attentes des populations et des différents publics de l'entreprise, il est sûr que les performances environnementales tiennent une belle place. Dans l'environnement, il n'y a d'ailleurs pas que le carbone. Les pollutions de toutes natures, les raretés de toutes natures ont également un rôle à jouer. Il n'empêche que la première attente en matière de performances globales des entreprises et des populations, plus que le carbone encore, est vraisemblablement un partage plus équitable des richesses créées. D'ailleurs, pour mesurer la performance globale que j'appelle de mes vœux, il faudrait essayer de mesurer un partage équitable, ou avec le même degré d'exigence entre toutes les parties prenantes que j'évoquais, de la performance créée par l'entreprise. Le monde financier n'est pas prêt à discuter de ce partage. C'est pourquoi il

nous parle du carbone tous les matins. Quand vous entendez un financier parler du carbone, méfiez-vous.

Virginie Chapron-du Jeu – Le monde financier n'est peut-être pas encore prêt à tant parler de carbone, mais j'entends tout de même de plus en plus les épargnants, les investisseurs nous demander de traduire par des actions et des mesures, par des indicateurs, ce que nous mettons en place en termes de politiques durables, création d'emplois, de baisse d'empreinte carbone ou d'accompagnement de la transition. Je pense que le mouvement est inéluctable même si les problèmes de comparabilité entre les uns et les autres se posent. À ce stade, je ne vois pas comment il pourrait y avoir un retour en arrière sur ce sujet.

Il est vrai cependant qu'il reste une culture à bouger. La question de la formation notamment a été évoquée tout à l'heure, mais je pense que cela innovera de façon majeure et que ces éléments seront à prendre en considération dans la façon dont nous faisons de la finance.

Patrick de Cambourg – On sent tous une véritable dynamique. Cependant, j'aimerais avoir votre avis sur l'échelon pertinent de la légitimité à donner cette dynamique, étant entendu que nous souhaitons tous du multilatéral, mais que celui-ci ne fonctionne pas très bien et que le national est trop limité. J'ai la conviction que l'Union européenne peut prendre le leadership dans ce domaine et j'aimerais votre sentiment sur ce sujet.

Christophe Itier – C'est évidemment l'échelon européen qui est à même de défendre ce modèle dans de nouvelles coalitions. Je voudrais revenir sur ce qu'a indiqué Antoine Frérot; je pense que la question de la confiance est cruciale. Nous voyons aujourd'hui une évolution dans les discours et positionnements. Rappelez-vous les positions au moment des discussions de la loi PACTE, avec la simple présentation d'une hypothèse de rapport de la mission Notat/Senard. Les positions étaient très antagonistes; les choses ont largement bougé aujourd'hui. Une étude de l'IFOP sortie récemment dans

Les Échos portait sur la « raison d'être » des entreprises et démontrait que 75 % des salariés sont plutôt enthousiastes à l'idée d'une raison d'être des entreprises qui va au-delà de la vision étriquée des seules performances économiques et financières.

Dans le même temps cependant, ils sont aussi nombreux à être, sinon en défiance, au moins en attente d'engagements concrets. Ainsi, la matérialité de ce plaidoyer et de cette nouvelle vision de l'économie doit se matérialiser très rapidement, sans quoi je pense que le boomerang sera assez violent, et pas uniquement sur le plan économique, mais aussi sur le plan démocratique et politique.

Deuxièmement, je pense que la plupart des entreprises ont compris ces risques et font pivoter leurs modèles pour traiter ces questions. Néanmoins, il ne suffira pas pour ces grands groupes ayant une capacité de traction, d'embarquer les parties prenantes et donc d'irriguer positivement l'ensemble du tissu économique français et européen, il faut aussi adresser ces questions au niveau des territoires, des entreprises, TPE, PME et ETI. J'en rencontre beaucoup qui me disent ne pas savoir comment faire dans leurs entreprises pour parvenir à faire pivoter leurs modèles et à s'inscrire dans cette tendance. C'est là qu'un outil tel que la comptabilité peut les aider justement à réaliser cette transition. Ce doit être l'affaire de toutes les entreprises, de tous les salariés et donc de fait de tous les citoyens, puisque nous sommes tous salariés ou consommateurs des entreprises. C'est donc bien un projet de société que nous devons porter.

Pour répondre à la suggestion d'Antoine Frérot d'ouvrir la communauté comptable à l'ensemble des parties prenantes, je crois que le maître mot du siècle qui vient est celui de coalition. Il nous faut créer une coalition d'acteurs qui nourriront les réflexions que vous portez et qui les agrégeront, vous obligeant à travailler avec des matières plus difficilement matérialisables, traductibles en comptabilité. Ce sont grâce à ces coalitions d'acteurs que nous parviendrons enfin à trouver la ligne de crête. Essayons d'être pragmatiques et de créer des zones de confiance successives dans le long chemin qui nous sépare encore de cette transformation globale du modèle capitaliste.

Virginie Chapron-du Jeu – En tant qu’investisseurs de long terme, nous travaillons beaucoup avec l’association européenne des investisseurs de long terme dont nous sommes membres et nous travaillons beaucoup aussi avec l’EFRAG et avec l’Agence française pour les investissements internationaux (AFII). Je pense que le niveau européen est certainement le niveau à toucher même s’il faut bien sûr que cela puisse se traduire également au niveau national. La coopération européenne est très utile en permettant de porter la voix des investisseurs de long terme. Notre spécificité est sans doute notre vision de la création de valeur qui me semble pouvoir être traduite aussi bien en comptabilité qu’en financier et en extra-financier. L’intégration de ces mesures me semble tout à fait faisable.

Jean-Paul Gauzès – Il n’étonnera personne que je pense, non par idéologie, mais par conviction, que le niveau pertinent est celui européen. Néanmoins, je tiens à faire remarquer que l’Europe n’est pas la France en grand. Pour y être influents, nous devons tenir compte de la capacité des uns et des autres à vouloir conserver leur propre personnalité et leur propre culture. Je tiens à vous faire part de mon expérience et vous dire qu’il faut rassembler les uns et les autres autour d’un projet qui ne peut pas être la seule transposition en Europe d’idées purement françaises.

Antoine Frérot – Le capitalisme à vision large, élargie, me semble correspondre à une forme de mode de vie néanmoins relativement commune en Europe, au-delà des différences entre les pays. Cela peut être un projet économique, social et environnemental qui caractérise cette région du monde par comparaison au monde anglo-saxon et sa vision beaucoup plus libérale, ou encore au capitalisme étatique des Chinois d’aujourd’hui. Je suis convaincu que c’est un projet mobilisateur pour l’ensemble de notre Union. C’est donc bien là la bonne échelle pour le prendre. Il me semble que c’est un vrai projet politique et le Parlement européen est le mieux placé pour animer une telle réflexion et fédérer les différentes parties prenantes autour d’un certain nombre de concepts ou d’indicateurs.

Hans Hoogervorst – En tant que normalisateur à l'échelle mondiale, j'aimerais une solution globale. N'oublions pas qu'aux États-Unis, qui n'ont pas adopté les IFRS, beaucoup de personnes souhaitent avoir des normes robustes sur les informations extra-financières. Ma préoccupation principale relative à la solution européenne est qu'elle sera extrêmement politique. Nous l'avons observé au cours des dernières semaines lors des discussions sur le sujet de la taxonomie.

Je voudrai attirer votre attention sur le fait que la crise climatique est tellement grave que le reporting ne saura seul résoudre le problème. À mon sens, tant que toutes les externalités négatives de certaines activités économiques ne sont pas taxées par une tarification adaptée, nous avons besoin d'informations extra-financières. Cela prendra du temps; mais une fois ceci atteint, nous n'aurons plus besoin de *reporting* extra-financier car toutes les informations nécessaires seront disponibles directement dans les éléments financiers. Voilà mon rêve, et ce rêve est à l'échelle mondiale.

Patrick de Cambourg – Le débat est sans fin. Vous avez les questions techniques, l'ingérence des hommes et des femmes politiques, mais vous avez aussi la légitimité démocratique de notre système juridique. Nous avons nos institutions politiques et nous avons déjà eu ce débat. J'aime la citation disant que la démocratie est le pire des régimes à l'exception de tous les autres.

Hans Hoogervorst – Dans les démocraties cependant, il y a des domaines qui sont laissés aux experts techniques, comme par exemple la politique monétaire ou l'exercice de la justice. Il y a des choses qui ne devraient pas être politisées, et la normalisation de l'extra-financier ne doit pas l'être; sinon ce sera un cauchemar.

Conclusion par Patrick de Cambourg

J'ai l'habitude de résumer en quelques minutes les messages clés de la journée.

Ce matin, nous avons débattu du court-termisme : il en ressort un sentiment d'un problème diffus et qu'il est difficile de définir ce qu'est une activité de long terme. Cependant, il me semble que nous sommes incités à ne pas baisser les bras et à continuer la réflexion sur ce sujet complexe. Certaines pistes évoquées me semblent intéressantes à creuser.

J'ai entendu la nécessité de prendre en compte le business model, la stratégie, la relation actifs/passifs, la perspective dans laquelle nous nous plaçons. Je sais que les comptables n'aiment pas l'intention et n'ont finalement pas confiance dans l'intention du management. C'est pourtant évidemment un élément clé de la stratégie, et également de la comptabilité.

La deuxième piste évoquée était d'aller au bout de la logique comptable, notamment sur le sujet de l'OCI pour les actions détenues à long terme (*long term equity*) en permettant de permettre le recycling avec un modèle robuste.

J'ai enfin trouvé intéressante la contribution extrêmement pragmatique de notre collègue du FASB. Il nous a dit qu'il fallait regarder les différents secteurs où le long terme joue un rôle particulier et essayer de le traiter au cas par cas.

Le débat sur la question des risques a soulevé plusieurs aspects. Je pense avoir senti une insatisfaction sur l'expression des risques. Là aussi, il y a la nécessité d'évoluer, ceci avec néanmoins un caveat important avec des limites qu'il ne faudrait pas franchir. Michel Rollier en a illustré quelques-unes de façon intéressante.

La distinction a été bien faite entre les risques pré-financiers et ceux qui se traduisent par des obligations de flux qui sont retranscrits dans la comptabilité. Ce qui est « pré-obligations de flux », mais qui est néanmoins un risque, ou une opportunité d'ailleurs, doit faire l'objet d'une claire explication si nous voulons réconcilier, comme

le souhaitait Antoine Frérot, l'entreprise et ses parties prenantes au sens large.

Ce débat a permis de bien souligner les limites de la comptabilité. Ce n'était pas le sujet de cette table ronde, mais nous étions assez proches de l'idée d'avoir une comptabilité extra-financière.

La question du *goodwill* a évidemment été évoquée. Je n'exprimerai pas ici mon sentiment à ce propos, mais nous pouvons simplement dire qu'à tort ou à raison, le débat est aujourd'hui ouvert. Nous avons eu un témoignage assez clair de la volonté de nos amis japonais de repasser à un amortissement qu'ils estiment plus logique et plus sûr. Nous savons que ce débat est ouvert aux États-Unis et à l'IASB. Même s'il faut être prudent, ce sera un sujet à traiter à l'avenir.

Il me paraît extrêmement intéressant de noter le caractère central du sujet de la valeur temps de l'argent, débattu lors la troisième table ronde. Les taux d'actualisation jouent un rôle très important et nous pouvons dire aujourd'hui que le niveau de taux sans risque, bas, très bas, voire négatif, introduit des problèmes qui, si je ne suis pas sûr qu'ils n'existaient pas avant, étaient en tout cas moins visibles. Il faut réfléchir à ce qu'est un véritable taux d'actualisation permettant de refléter les obligations à terme, et surtout à terme long.

Dans les solutions évoquées, des recommandations intéressantes ont été faites par les académiques, consistant à ajuster et à essayer de prendre en compte un certain nombre de considérations. J'ai aussi été très intéressé par les propos de Sonia Bonnet-Bernard sur les méthodes utilisées par certains basées sur des taux moyens, des taux réputés long terme. La réflexion est essentielle à conduire si nous voulons sortir du court-termisme.

Je passe à la quatrième table ronde pour m'attacher essentiellement aux perspectives. Nous avons constaté, et la table ronde finale vient de le confirmer, une véritable dynamique. Il y a une nécessité de prendre le sujet à bras-le-corps. Si nous ne répondons pas à cette attente, nous irons vers une déception très grande et risquons de détériorer la relation entre l'entreprise et son écosystème au sens large.

Nous avons donc une obligation de sérieux. Je retiens le défi que vous nous avez lancé. Je considère qu'il faut faire attention à ce que

les comptables ne le prennent pas tout seuls, sans quoi ils le prendraient comme ils ont pris les comptes, c'est-à-dire de façon rétrospective, prudente et trop bordée, trop corsetée. Il faut donc ouvrir sur les autres spécialités, les autres mesures quantitatives, ainsi d'ailleurs que sur le narratif responsable. Que faisons-nous en matière de gouvernance ? Quelle est la stratégie ? Quels sont les objectifs que nous poursuivons ? Tous ces sujets ne sont pas toujours quantifiables. Le narratif me semble avoir en matière d'information extra-financière une place importante qui est une place autonome, par comparaison avec le narratif qui accompagne les comptes financiers.

Ainsi, à la question « l'information extra-financière est-elle un élément de réponse aux attentes ? », il me semble que la table ronde allait plutôt dans le sens de dire « oui », à une condition.

Quant à cette table ronde finale, nous avons eu des présentations que je qualifierais de très énergiques à la fois du directeur général de FISMA et du président de l'IASB, ce dont je les remercie l'un et l'autre. Il n'y a en effet pas de progrès sans débat franc, et ce débat est franc et direct. Je pense qu'il ne faut pas y voir de caractère obsessionnel. Je crois qu'il faut simplement y voir la recherche d'un terrain de progrès commun.

Les personnes qui sont encore à la tribune et qui nous ont fait l'amitié de venir nous ont donné énormément de réflexions pour l'avenir. Si nous ne faisons rien, nous allons dans le mur ; ils sont unanimes. Nous allons vers une difficulté environnementale majeure, et de nombreux sujets de transitions à affronter. Nous pouvons les affronter positivement. Il nous faut relever le défi lancé.

Lorsque j'étais étudiant, la théorie enseignée était celle de la technostructure de Galbraith et les managers qui avaient volé les actionnaires. Nous sommes ensuite passés à la théorie des actionnaires. Pourquoi ne pas passer aujourd'hui à une théorie multipartite de l'information ?

Ces États généraux ont été d'une grande richesse. Je tiens à en remercier tous les intervenants. Je remercie aussi tous ceux qui ont fait l'effort de venir aujourd'hui ici. Je remercie tous ceux, nombreux, qui se sont branchés en webinaire.

Annexe: Biographie des intervenants



Diplômé d'expertise comptable, **Pierre Astolfi** a commencé sa carrière en tant qu'évaluateur au sein de cabinet d'audit et de cabinets d'expertise financière. Il est aujourd'hui maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.

Ses travaux de recherche sont principalement orientés vers la comptabilité financière et vers la comptabilité internationale. Il s'est spécialisé dans l'analyse de l'interaction entre les problématiques comptables et les marchés financiers. Plus précisément, ses principaux travaux de recherche couvrent les sujets suivants :

- La façon dont les investisseurs et les analystes financiers réagissent aux états financiers publiés en application de certaines normes IFRS complexes, spécialement dans un contexte de regroupements d'entreprises (par exemple travaux de PPA devant être réalisés sur les actifs incorporels) ou en applications des normes relatives aux instruments financiers ;
 - La pratique de l'évaluation d'entreprises et difficultés liées à la mise en place des méthodes d'évaluation généralement utilisées ;
- La façon dont les investisseurs réagissent aux notations émises par les agences de notation internationales.



Docteur en sciences de gestion de l'Université Paris Ouest La Défense, **Véronique Blum** est actuellement Maître de conférences à l'Université Grenoble Alpes. Auparavant, elle était professeur à Grenoble École de Management, où elle était en charge des enseignements de Finance d'Entreprise et de Comptabilité Internationale en

MBA, Executive MBA, MIB et MSc. A GEM, en 2000, elle a développé le premier double diplôme ingénieur-manager français, en partenariat avec l'Institut des Mines Télécom Atlantique. Véronique a également été professeur invité au MAI de Moscou, à l'ANE de Moscou et à l'Université Roma Tre.

Sa recherche, publiée dans des journaux internationaux tels que *Ecological Economics*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, *Critical Perspectives on Accounting*, Comptabilité-Contrôle-Audit ou la Revue Française de Gestion, s'intéresse aux risques en comptabilité, aux immatériels et aux processus de décision dans l'incertain. Elle est éditeur de section du South African Journal of Economic and Management Sciences et expert auprès de la Fondation Nationale de Recherche Sud-Africaine. Elle est aussi réviseur de journaux scientifiques (*Energy Economics*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*...) et membre de nombreuses sociétés savantes (Association Française du Droit et du Management...). Elle est membre du panel académique de l'EFRAG.

Véronique a été consultante en Contrôle Interne dans des organismes privés de gestion des services publics. Elle est aussi experte en évaluation de propriété intellectuelle dans le cas de litiges ou de transactions et préside le Comité *IP Valuation* du LES France.



Sonia Bonnet-Bernard a débuté sa carrière au sein du cabinet Salustro, puis au cabinet Constantin à New York. Spécialiste des normes comptables nationales et internationales, elle fut successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts Comptables puis Déléguée générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département des Marchés Financiers de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit. Sonia a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante, en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de support au contentieux. Sonia est associée d'EY depuis le rapprochement intervenu entre RLCF et EY. Elle était administrateur indépendant du Conseil de Surveillance de Tarkett et Présidente du Comité d'Audit jusqu'à fin juillet 2015. Elle est membre du collège de l'Autorité des normes comptables et Présidente de la Commission des normes comptables privées. Elle préside la Société Française des Evaluateurs (SFEV) et vice-préside l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).



Jean Bouquot est Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes depuis février 2017.

Diplômé d'HEC et de Sciences Po, Jean Bouquot est expert-comptable et commissaire aux comptes. Il a également été Vice-Président (de 2012 à 2014) puis Président (de 2014 à 2016) de la

Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et membre du comité Exécutif du Département des Marchés financiers de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes devenu Département des Entités d'Intérêt Public.

Jean Bouquot exerce en tant que commissaire aux comptes au sein du cabinet d'audit EY. Il a exercé au sein d'EY les fonctions de responsable « Assurance » (audit et conseil comptable) pour la zone FraMaLux (France / Maghreb / Luxembourg) de 2008 à 2015.

Jean Bouquot est colonel de réserve dans l'Armée de l'Air (depuis 2008) affecté auprès de l'Inspection de l'Armée de l'Air.

Il est également Président des Amis de la Philharmonie de Paris depuis mars 2016.



Ingénieure diplômée d'Agro Paris Grignon, **Cécile Cabanis** a débuté sa carrière en 1995 chez L'Oréal, en Afrique du Sud, où elle a occupé les fonctions de responsable logistique, responsable du contrôle de gestion, puis en France comme auditeur interne. En 2000, elle est nommée Directrice déléguée à la Direction Fusions-

Acquisitions du groupe Orange. Cécile Cabanis rejoint Danone en 2004 en tant que Directrice Corporate Finance puis Directrice du Développement. En 2010, elle est nommée Directrice Finances du pôle Produits Laitiers Frais. Depuis février 2015, elle est Directrice Générale Finances et membre du Comité Exécutif de Danone. En 2017, elle prend la tête des Systèmes et Technologies d'Information ainsi que des Cycles, des Achats et du Développement de Ressources Durables dans l'Entreprise. Depuis 2018, elle est Présidente du Conseil d'Administration de *Livelihoods Fund SICAV SIF*, le fonds créé par Danone avec d'autres groupes en 2011 pour accélérer leurs actions pour le climat et les populations les plus vulnérables.

Par ailleurs, Cécile Cabanis est présidente du Comité d'Audit et membre du Conseil d'Administration de Schneider Electric et du Conseil de Surveillance de Mediawan.



Patrick de Cambourg, diplômé de Sciences Po Paris, titulaire d'un DES de droit public et d'un DES de droit des affaires, licencié ès Lettres expert-comptable, a effectué toute sa carrière au sein du groupe Mazars. Junior, manager, puis associé, il devient Président de Mazars en 1983. En 1995, il est nommé Président du Conseil de gérance du partnership international nouvellement créé, puis devient, en 2012, Président du Conseil de Surveillance. Depuis fin 2014, il est Président d'honneur du groupe Mazars.

Depuis mars 2015, Patrick de Cambourg est Président de l'Autorité des normes comptables (ANC). À cet égard, il est membre de droit du collège de l'AMF, du collège de l'ACPR, du collège du CNOCP et membre du Haut conseil de stabilité financière.



Virginie Chapron-du Jeu, est Directrice des Finances du Groupe et membre du comité exécutif de la Caisse des Dépôts et du comité de direction du Groupe.

Elle a une expérience de plus de 34 dans les métiers de la finance, Après une première expérience au Crédit d'Équipement des PME (devenu BPI France SA), elle rejoint en 1989 la Caisse des dépôts où elle occupe différents postes en origination, ingénierie financière et titrisation au sein de la direction des marchés financiers. En 1995 elle devient adjointe puis responsable de la gestion et du contrôle des risques de la direction des activités bancaires et financières. En 2001, elle intègre la direction financière de CDC IXIS en tant que responsable de la gestion de passif et de la communication financière et rejoint ensuite la direction financière d'IXIS CIB en tant que responsable des financements, des participations et des investissements. En 2007, elle devient responsable du département équilibres financiers, dépôts et financements complexes à la direction financière des fonds d'épargne de la Caisse des dépôts. Puis en 2011 elle rejoint la direction des finances, stratégie, filiales et international du Groupe en tant que directrice de projet auprès du directeur général adjoint de la CDC. En 2013, elle devient Directrice des investissements et de la comptabilité au sein de la direction des retraites et de la solidarité.

Elle est aussi administratrice de CNP Assurances, BPI France SA, RTE et de La Poste. Elle est présidente de Novethic et d'Alter Egales, réseau mixité du Groupe CDC. Elle est diplômée de l'I.E.P de Paris et de l'université Paris Dauphine IX en gestion financière et contrôle de gestion, affaires internationales et commerce extérieur.



Chiara Del Prete est présidente du TEG de l'EFRAG depuis le 1^{er} avril 2019.

Chiara a été associée au sein du cabinet Mazars d'octobre 2016 à mars 2019, spécialiste du référentiel IFRS pour les institutions financières et bancaires, de la réglementation, de l'évaluation et des restructurations dans le domaine bancaire.

Elle a été également membre du *Mazars Global IFRS Committee*.

D'octobre 2011 à septembre 2016, Chiara a été directrice des normes comptables du groupe UniCredit Group et en charge du reporting externe pour les comptes consolidés et les comptes de la société mère. Durant cette période, elle a été membre du groupe technique sur IFRS 9 de l'*European Banking Federation* (EBF), de l'*Italian Banking Association* (ABI) et du *Three-Way Dialogue and Senior Accounting Group* de l'*Institute of International Finance* (IIF).

En 2010 et 2011, Chiara a été chef de projet à l'EFRAG en charge de la réforme d'IAS 39 et a été précédemment auditrice pendant 11 ans, spécialiste du secteur bancaire et financier.

Chiara a été membre du *Corporate Reporting Standing Committee* de l'ESMA (d'avril 2017 à mars 2019), du groupe de travail de l'EFRAG sur les instruments financiers (de novembre 2011 à mars 2019) et du comité consultatif technique sur les IFRS et instruments financiers du normalisateur comptable italien (OIC).

Elle est diplômée en économie de l'université Bocconi (Milan) et inscrite en tant que commissaire aux comptes depuis 2006.



Samira Demaria est maître de conférences à l'Université Côte d'Azur et au sein du laboratoire GREDEG-CNRS depuis septembre 2009. Elle est chercheuse associée à la Chaire d'Information Financière et Organisationnelle à l'UQAM et à la Chaire Energie et Prospérité.

Ses recherches portent, entre autres, sur la normalisation comptable internationale, la recrudescence de l'usage d'indicateurs Non-GAAP ou la divulgation d'informations sur les risques et opportunités climatiques par les entreprises cotées. Elle a publié de nombreux articles de recherche (Revue d'économie politique, Managerial Finance, Comptabilité Contrôle Audit, Revue du financier...), ainsi qu'un Repère sur « les Normes comptables internationales: IFRS » aux éditions La Découverte.



Florence Didier-Noaro est membre de la Commission Analyse extra-financière de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers) et anime le programme de formation « Enrichir l'analyse financière par l'ESG » destiné aux analystes financiers.

Conseil en stratégie durable et gestion des risques extra-financiers, Florence accompagne les dirigeants d'entreprise pour accélérer l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux au cœur du pilotage stratégique et des processus de gestion, dans l'intérêt de l'entreprise et ses parties prenantes. Associée de Deloitte jusqu'en 2017 et membre du comité de direction de l'activité *Risk Advisory*, Florence a dirigé les activités d'audit et de conseil en développement durable en France à compter de 2013. Auparavant, Florence a exercé les métiers d'auditeur financier et de conseil en qualité d'expert des normes comptables internationales et de l'information financière.



Françoise Flores a rejoint le Board de l'*International Accounting Standards Board* (IASB) en 2017. Elle a une expérience riche de presque quarante ans dans le domaine du reporting financier et de la normalisation comptable.

Elle a été Directrice générale de l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) et Présidente du groupe d'experts techniques de l'EFRAG (TEG) de 2010 à 2016. Avant de rejoindre le Board, elle a de nouveau été brièvement associée du cabinet Mazars à Paris, où elle avait déjà travaillé de 2002 à 2010.

Mme Flores a également été Directeur financier pendant une dizaine d'années de sociétés cotées et non cotées telles que le Groupe BPI, IN-LHC filiale d'Intertechnique et Auxilec SA filiale du Groupe Thomson.

Elle est diplômée d'HEC.



Antoine Frérot est Président-Directeur général de Veolia et Président de l'Institut de l'entreprise. Ancien élève de l'École polytechnique (promotion 1977) et Docteur de l'École nationale des ponts et chaussées, Antoine Frérot a débuté sa carrière en 1981 comme ingénieur chercheur au Bureau central d'études pour l'Outre-Mer.

En 1983, il rejoint le Centre d'études et de recherche de l'École nationale des ponts et chaussées comme chef de projet, puis en devient Directeur adjoint de 1984 à 1988. De 1988 à 1990, il occupe la fonction de responsable d'opérations financières au Crédit national. Il rejoint Veolia Eau en 1990 comme chargé de mission, puis Directeur Général de Compagnie Générale d'Entreprises Automobiles (CGEA). En 2000, il est nommé Directeur Général de Veolia Transport, la division transports de Veolia, et membre du Directoire de Veolia. Le 21 janvier 2003, il est nommé Directeur Général de Veolia Eau, la division eau de Veolia, et membre du Comité Exécutif de Veolia. Fin 2009, Antoine Frérot est nommé Directeur Général et en décembre 2010, Président-Directeur Général de Veolia. En janvier 2017, Antoine Frérot devient Président de l'Institut de l'Entreprise.



Charlotte Gardes est adjointe au chef du bureau à la DG Trésor, en charge de la finance durable, du reporting extra-financier des entreprises et investisseurs et du risque climatique. Elle est rapporteure du rapport sur l'information extra-financière remis par Patrick de Cambourg au Ministre de l'Economie et des Finances en

juin 2019. Elle a débuté sa carrière à l'Autorité des marchés financiers et est diplômée en économie et droit des affaires de Sciences Po Paris, la Sorbonne et Paris II. Elle est actuellement en thèse de doctorat en économie sur le risque climatique et la régulation financière.



Jean-Paul Gauzès a été nommé le 1^{er} juillet 2016 Président de l'EFRAG par la Commission européenne. Il a été député européen de 2004 à 2014. Pendant cette période, il était membre de la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON). De 2008 à 2014, Jean-Paul Gauzès a été coordinateur du Groupe du Parti

Populaire Européen (EPP) au sein du comité ECON. Il a été rapporteur sur de nombreux dossiers importants y compris la Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (2010) et le règlement sur la surveillance des agences de notation de crédit (2010) et le règlement pour le renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres faisant face aux difficultés liées à la stabilité financière dans la zone euro (2012).

Il est membre d'honneur du barreau au Conseil d'État et à la Cour de Cassation. De 1998 à 2007, Jean-Paul Gauzès a été membre du comité de direction et Directeur juridique et fiscal de Dexia Crédit Local. De 1973 à 1998, il a travaillé en tant que juriste dans un cabinet de conseil juridique en France.



Thierry Giami est président-fondateur de NOVE im, société spécialisée dans le financement et les infrastructures de marché.

En 2017, il est élu président de la SFAF.

Il a occupé des responsabilités dans la banque, la finance, l'assurance, l'immobilier et la distribution.

De 2012 à 2016, il a créé les nouveaux véhicules financiers NOVA, NOVO, NOVI pour les entreprises.

En 2012, il corédige à la demande du ministre de l'économie et des finances, le rapport sur « le financement des PME-ETI par le marché financier ».

En 2010, il est président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché.

De 1997 à 2001, il était membre du Cabinet du Premier ministre, Lionel Jospin.



Delphine Gibassier est professeur associé en comptabilité du développement durable à Audencia et compte 17 années d'expérience en comptabilité et information non financières. Elle a travaillé avec le Pacte mondial (*Global Compact*), l'IIRC, le WBCSD, le groupe R.3.0, le *Natural Capital Coalition* et le CDSB, ainsi qu'avec l'ANC sur la

comptabilisation du carbone, la comptabilité multi-capitaux et les rapports intégrés. En pratique, elle a développé la comptabilité carbone, la comptabilité des ODDs, la comptabilité multi-capitaux et le reporting intégré pour des grandes entreprises et des PME. Avant de rejoindre le monde universitaire, elle a travaillé en tant que contrôleur de gestion chez GE Healthcare, Danone et Syngenta, à Paris, aux États-Unis et en Asie. Ses travaux ont été publiés dans des revues comptables renommées telles que les revues *Accounting, Auditing and Accountability Journal, Critical Perspectives on Accounting* et *Sustainability Accounting Management* et *Policy Journal*. Elle est membre du CSEAR (Centre de recherche en comptabilité sociale et environnementale) et du comité scientifique d'EMAN Europe (Réseau du contrôle de gestion environnemental et du développement durable). Ses recherches ont été récompensées par plusieurs prix prestigieux.



Diplômée d'expertise comptable et de l'ESCP Europe, **Isabelle Grauer-Gaynor** a rejoint l'ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) en septembre 2019 en tant que *Corporate Finance et Reporting Team Leader* après près de cinq années au sein du département Doctrine de Mazars, au cours desquelles elle a contribué à la présence

externe de Mazars auprès des instances comptables nationales et internationales ainsi qu'au développement de l'expertise IFRS du réseau Mazars. Elle a également publié des articles dans diverses publications comptables.

Auparavant Directrice technique en charge des normes comptables internationales à l'Autorité des normes comptables de novembre 2008 à octobre 2014, Isabelle participait aux réunions du groupe d'experts techniques de l'EFRAG, chargé d'évaluer les normes comptables internationales et d'en recommander ou non l'adoption en Europe, ainsi qu'à d'autres réunions internationales de normalisateurs comptables nationaux dans lesquelles elle était chargée de faire valoir les positions et analyses techniques françaises des propositions de normes de l'IASB.

Préalablement à ces fonctions, elle a travaillé quinze ans, dont deux en Allemagne, au sein du cabinet PricewaterhouseCoopers, où elle a été en charge du Bulletin Comptable et Financier IFRS, publié aux Editions Francis Lefebvre, de la coordination et de l'organisation de la conférence annuelle IFRS du cabinet, de la formation interne et externe aux IFRS au cours des années de préparation aux IFRS. Elle a également travaillé à des missions de due diligence financières françaises et internationales et été chargée de missions de commissariat aux comptes.



Olivier Guersent, Directeur général à la Direction générale stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux à la Commission européenne.

Diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Bordeaux en 1983, Olivier Guersent rejoint en 1984 le Ministère français de l'Economie et des

Finances où il réalise de nombreuses enquêtes pour l'Autorité Française de la Concurrence.

En 1992, il intègre la Commission européenne et rejoint la « Merger Task Force » de la Direction générale de la Concurrence. Il alterne ensuite pendant 22 ans des postes au cabinet de différents Commissaires européens (successivement Karen Van Miert, Michel Barnier et Neelie Kroes) et dans les services de la DG concurrence (successivement Chef d'unité adjoint en charge des Cartels, Chef d'unité en charge de la politique générale et de la coordination des cas, Chef d'unité « contrôle des concentrations, Directeur *ad interim* de la Direction « Transports, postes et autres services » et, à partir de 2009, Directeur de la Direction « lutte anticartels ». Depuis 2010 il dirigeait le cabinet de Michel Barnier, commissaire en charge du marché intérieur et des services. Depuis le 1^{er} juillet 2014, il est Directeur général adjoint en charge des services financiers. Le 1^{er} septembre 2015, Olivier Guersent a pris ses fonctions de Directeur général au sein de la Direction générale stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux.

Marié et père de trois enfants, Olivier Guersent est membre du Conseil d'administration de l'association Arémis qui fournit des soins d'hospitalisation à domicile à des malades principalement pour des malades atteints de cancer dans la région de Bruxelles. Il intervient de manière régulière dans le cadre de formations universitaires de troisième cycle.



Hans Hoogervorst est Président de l'IASB depuis 2011. Il a été réélu pour un second mandat de 5 ans en 2016.

M. Hoogervorst est un ancien président de l'Autorité de surveillance des marchés financiers aux Pays-Bas (*Netherlands Authority for the Financial Markets - AFM*) et ancien président du

comité technique de l'IOSCO (the International Organization of Securities Commissions). Il a été nommé co-président du comité consultatif *Financial Crisis Advisory Group*, un groupe de professionnels d'entreprise ayant une expérience internationale sur les marchés financiers afin de conseiller l'IASB et le FASB sur leur réponse commune sur la crise financière. Il a été également président du comité de surveillance de la fondation IFRS.

Entre 1998 et 2007, M. Hoogervorst a exercé un certain nombre de fonctions au sein du gouvernement néerlandais et a été notamment Ministre des Finances, Ministre de la santé, sécurité sociale et du sport. Auparavant, Hans Hoogervorst a assuré des fonctions de conseiller auprès du Parlement néerlandais et du ministère des finances. Il a également passé 3 ans en tant que banquier pour la *National Bank of Washington* à Washington, DC.



Christophe Itier est Haut-Commissaire à l'Économie sociale et solidaire et à l'Innovation sociale auprès du ministre d'État, ministre de la Transition écologique et solidaire. Il est diplômé d'une maîtrise en sciences économiques.

Christophe Itier a débuté sa carrière dans le secteur public, au sein de collectivités territoriales sur des enjeux d'enseignement puis de santé publique. Il a également été secrétaire général d'un groupe de protection sociale. Il rejoint ensuite Deloitte en tant que senior manager pour y accompagner nombre d'associations du secteur du social et du médico-social. À partir de 2010 et pendant 7 ans, il dirige La Sauvegarde du Nord, association médico-sociale de 1500 salariés et 200 bénévoles accompagnant chaque année plus de 34000 personnes en difficultés. Parallèlement, il crée un fonds de dotation de mécénat d'entreprises présidé par Louis Gallois, et devient Président du Mouves (Mouvement des Entrepreneurs Sociaux).

Christophe Itier a coordonné les travaux d'élaboration du volet Économie sociale et solidaire (ESS) du programme présidentiel d'Emmanuel Macron. Il est nommé Haut-Commissaire à l'Économie sociale et solidaire et à l'Innovation sociale auprès du ministre d'État, ministre de la Transition écologique et solidaire le 6 septembre 2017.



Benoît de Juvigny, diplômé d'HEC et de l'IEP de Paris, est affecté à l'Inspection des Finances dès sa sortie de l'ENA en 1984.

Après différents postes au sein du Ministère des Finances, il rejoint le Groupe Crédit Lyonnais où il occupe différents postes dédiés au Corporate banking puis aux fusions-acquisitions à Paris et

à Bruxelles.

Benoît de Juvigny intègre ensuite la Banque Hervet puis le Groupe HSBC-CCF où il est responsable de la stratégie avant d'être nommé Administrateur-Directeur de la Banque Dewaay à Bruxelles, banque privée et de gestion d'actifs au sein du Groupe HSBC.

En 2004, il rejoint l'Autorité des marchés financiers au poste de Chef du service des Prestataires et des produits d'épargne et est nommé, à compter d'août 2006, Secrétaire général adjoint en charge de la Direction des émetteurs, puis jusqu'en 2011, Secrétaire général adjoint en charge de la Direction des Emetteurs et de la Direction des affaires comptables.

Il est nommé Secrétaire Général de l'AMF, à compter du 1^{er} décembre 2012. Il est également Président du *Corporate Finance Standing Committee* de l'ESMA depuis septembre 2017.



Yasunobu Kawanishi, est vice-président du comité de direction du normalisateur comptable japonais (*Accounting Standards Board of Japan - ASBJ*) et est également président du Forum international des normalisateurs comptables (IFASS).

Il a débuté sa carrière en tant qu'auditeur dans un cabinet qui fait maintenant partie de KPMG

AZSA LLC.

Avant de devenir vice-président du comité de direction de l'ASBJ, il a fait partie de l'équipe technique du normalisateur comptable américain *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, du normalisateur comptable international *International Accounting Standards Board (IASB)* et également de celui de l'ASBJ.



James L. Kroeker a été nommé membre et vice-président du *Financial Accounting Standards Board* (FASB) le 1^{er} septembre 2013, puis reconduit dans ses fonctions pour un deuxième mandat jusqu'au 30 juin 2024. Dans ce dernier rôle, il assiste le président du FASB en représentant le Board auprès des parties prenantes externes

et en dirigeant le FASB, par ailleurs, il est un membre votant du Board.

Jim a rejoint le FASB après avoir été associé en charge de la pratique professionnelle chez Deloitte. Auparavant, il fut directeur comptable de la *Securities and Exchange Commission* de janvier 2009 à 2012. À ce titre, Jim a été le comptable principal de la Commission et le conseiller principal de la Commission sur toutes les questions de comptabilité et d'audit. Dans le cadre de ses fonctions à la SEC, il était responsable du traitement des questions comptables et d'audit d'importance mondiale.

Au sein de la Commission dès 2007, Jim a joué un rôle clé dans les actions visant à améliorer la transparence et à réduire la complexité du reporting financier. Il a été responsable de l'étude sur les normes comptables liées à la juste valeur mandatée par le Congrès à la SEC et a dirigé les études sur les conséquences de la crise économique du bureau du directeur comptable, y compris les mesures visant à améliorer les normes comptables sur les engagements hors bilan. Jim a également occupé le poste de fonctionnaire fédéral responsable des équipes de surveillance du *Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting* de la SEC. Il était également responsable des opérations quotidiennes du bureau, y compris la résolution des problèmes de comptabilité et d'audit, l'élaboration des règles et la supervision du FASB et du PCAOB.

Avant de rejoindre la SEC, Jim était associé chez Deloitte au sein du Professional Practice Network du cabinet et était chargé des actions des activités de conseils concernant la mise en œuvre, l'application, la communication et l'élaboration de normes comptables, y compris les questions de reporting. Jim était le représentant de Deloitte & Touche au sein du Comité exécutif des normes comptables de

l'AICPA (AcSEC). Il a également été détaché au *Financial Accounting Standards Board*.

Jim a obtenu une licence en sciences, spécialisation en comptabilité de l'Université du Nebraska en mai 1992.



Gérard de La Martinière est diplômé de l'École Polytechnique (1965) et de l'École Nationale d'Administration (1969). Il est Inspecteur Général des Finances. De 1969 à 1984, il a occupé plusieurs postes au Ministère des Finances. Ensuite il a été Secrétaire Général de la COB (1984-1986), Président de la Chambre de Compensation des Instruments Financières de Paris (1986-1988) et Directeur Général de la Société des Bourses Françaises de 1988-1989.

Ayant rejoint le groupe AXA en 1989 comme Président Directeur Général de Meeschaert-Rousselle, il a été nommé Directeur Général des Investissements et Sociétés Financières en 1991 et Directeur Général Holdings et Fonctions Centrales en 1993. À partir 1997, il devient membre du Directoire d'AXA et en 2000 Directeur Général Finance, Contrôle et Stratégie. Il quitte le Groupe AXA en mai 2003. Le 13 mai 2003 il est élu Président de la FFSA (Fédération Française des Sociétés d'Assurances), mandat qu'il exerce jusqu'en septembre 2008. Gérard de La Martinière a été élu Président du CEA (Comité Européen des Assurances) à l'Assemblée Générale du 18 juin 2004 jusqu'en juin 2008.

Gérard de La Martinière a été Administrateur de Schneider Electric et d'Air Liquide.

Gérard de La Martinière est Officier de la Légion d'Honneur et de l'Ordre National du Mérite.



Antoine Lissowski est diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris, ancien élève de l'École nationale d'administration (promotion « Henri-François d'Aguesseau » 1982).

Il débute sa carrière à la Caisse des dépôts et consignations en tant que responsable de la Trésorerie devises et des eurocrédits.

Chargé de mission à la Commission des opérations de bourse (COB) en 1985, il anime les premiers groupes de travail sur la déontologie des activités financières.

Il réintègre la Caisse des dépôts en 1988 en tant que responsable du développement commercial des activités sur les marchés monétaires et obligataires. En 1990, il est nommé directeur général de la Caisse autonome de refinancement (CAR – Groupe Caisse des dépôts).

Directeur financier à la direction des Activités bancaires et financières de la Caisse des dépôts, Antoine Lissowski est nommé Directeur financier de CDC IXIS à sa création en décembre 2000. En mai 2002, il devient membre du directoire, responsable de la direction Compte propre.

En décembre 2003, il devient Membre du Directoire de CNP Assurances, Président de la Commission Plénière Economique et Financière à la FFSA et Président Solvency II au Centre Européen des Assurances (CEA).

Directeur général adjoint et directeur financier de CNP Assurances en 2007, il a assuré l'intérim du directeur général à compter du 1^{er} septembre 2018.

Le Conseil d'Administration le nomme en qualité de directeur général le 15 novembre 2018.



Linda Mezon est Présidente du Conseil des normes comptables du Canada (CNC) depuis le 1^{er} juillet 2013. Compte tenu de son expérience antérieure en tant que membre bénévole du Conseil, elle possède plus de 12 ans d'expérience en normalisation comptable, acquise durant la période de l'adoption des Normes internationales

d'information financière (IFRS) et l'élaboration de chapitres distincts du *Manuel de CPA Canada – Comptabilité* pour les entreprises à capital fermé et les organismes sans but lucratif. En mesure d'exprimer le point de vue des normalisateurs et des préparateurs, elle est fréquemment invitée comme conférencière pour traiter de sujets liés à l'information financière.

Avant d'être nommée Présidente du CNC, Mme Mezon était Directrice comptable à la *Banque Royale du Canada* (RBC). Elle y était responsable de l'interprétation et de l'application des IFRS et des principes comptables américains généralement reconnus. Elle y surveillait également le respect des exigences de la réglementation canadienne en matière d'information financière, et était chargée des questions relatives à l'indépendance de l'auditeur. Avant de travailler chez RBC, elle a occupé d'autres postes de haut niveau en entreprise, et compte également quatre ans d'expérience en expertise comptable. En ce qui a trait à son expérience auprès d'organismes sans but lucratif, Mme Mezon est membre du conseil d'administration de la *Rehabilitation Institute Foundation* de Toronto et du Centre de ressources et transition pour danseurs, de même que de leurs comités des finances respectifs.

Mme Mezon a été nommée membre de l'Institut des comptables agréés de l'Ontario en 2013, détient le titre de CPA (Michigan) et de CGMA, et est titulaire d'une licence en comptabilité de l'Université d'État du Michigan et d'un MBA de l'Université de Detroit.



Eric Pinon est Président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et *Senior Advisor* à La Financière de l'Echiquier (LFDE) depuis novembre 2017. Il a démarré sa carrière en 1978 chez l'agent de change Michel Puget, dont il devient fondé de pouvoir en 1985. Il sera un des dirigeants de cette société jusqu'à la fusion avec

le groupe Barclays fin 1989. En 1989, il crée Europe Egide Finance qui sera dès 1990 une des premières sociétés de gestion agréées par la COB. Il est vice-Président de l'AFG de 1997 à 2003 et de 2015 à 2017 et préside en parallèle la Commission des sociétés de gestion entrepreneuriales. Il dirige Europe Egide Finance jusqu'à sa cession en 2003 à la Banque KBL France (groupe Krediet Bank), devient alors membre du Directoire de KBL France de 2003 à 2004 puis membre du Conseil de Surveillance en 2005. Il est Associé dirigeant d'Acer Finance de 2006 à 2017.

En mai 2017, il succède à Yves Perrier à la présidence de l'AFG pour un mandat de deux ans. Il est réélu en juin 2019 pour un nouveau mandat de trois ans, avec pour objectif de prolonger et d'étendre l'action de l'Association autour de trois priorités : l'éducation des investisseurs, le développement de nouveaux relais de croissance pour l'industrie de la gestion d'actifs et positionner la France comme un acteur majeur de l'*Asset Management international*.

Eric Pinon siège à la commission consultative Gestion et Investisseurs institutionnels de l'AMF. Il est diplômé d'une maîtrise de gestion à la Sorbonne – Paris I.



Thierry Philipponnat est directeur de la recherche et du plaidoyer de Finance Watch.

Diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris et titulaire d'un Diplôme d'Etudes Approfondies en économie, Thierry Philipponnat a commencé sa carrière dans le monde financier en 1985.

Il a successivement été chargé de comptes d'entreprises à la Banque Française du Commerce Extérieur, trader d'options et d'obligations convertibles chez O'Connor & Associates, responsable de l'activité produits structurés chez Exane, directeur exécutif produits dérivés actions chez UBS, responsable adjoint de la structuration equity financing de BNP Paribas, puis directeur groupe pour l'activité dérivés actions d'Euronext.liffe. Au titre de cette dernière activité, Thierry était membre des comités exécutifs d'Euronext (Paris) et du LIFFE (Londres).

Depuis 2006, Thierry Philipponnat travaille avec le monde associatif en combinant la recherche et le plaidoyer. Il s'est d'abord impliqué avec Amnesty International en travaillant sur des campagnes faisant le lien entre le secteur financier, le monde des affaires et les droit humains, avant d'être élu membre du Bureau Exécutif d'Amnesty International France.

En 2011, il fonde l'ONG Finance Watch à Bruxelles, organisation qu'il dirige comme son premier Secrétaire Général jusqu'en 2014. Il deviendra par la suite Président du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) puis Directeur du think tank économique Institut Friedland.

Thierry Philipponnat est membre du Collège de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de la Commission des sanctions de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Il est également Président de la Commission climat et finance durable et de la Commission consultative fonctionnement des marchés de l'AMF.



Docteur en économie, **Sandra Rigot** enseigne à l'université Paris 13 Sorbonne Cité comme Maître de conférences depuis 2011 et est également chercheur associée à la Chaire Energie et Prospérité. Sa thèse « Stratégies et gouvernance des fonds de pension » a reçu les prix de la Fondation Benjamin Delessert (BPCE) et de l'ANDESE. Ses recherches portent sur les fonds d'investissement (fonds de pension, compagnies d'assurance, *hedge funds*), leurs stratégies de placement et leur régulation ainsi que sur l'investissement à long terme. Elle a notamment publié plusieurs livres avec Michel Aglietta « Crise et Rénovation de la Finance » (Odile Jacob) en 2009, « Les *hedge funds*, entrepreneurs ou requins de la finance ? » (Perrin) en 2011 avec Sabrina Khanniche « L'entreprise liquidée : la finance contre l'investissement » (Michalon) en 2016 avec T. Auvray et T. Dallery, ainsi que « Les normes IFRS » (Repère la Découverte) avec Samira Demaria en 2018. Ses travaux ont donné lieu à plusieurs articles publiés dans des revues académiques internationales comme *Journal of Banking and Finance*, *Applied Economics*, *International Economics*, *Revue Economique*... Elle est lauréate de la Fondation des Sciences Sociales 2019-2020.



Michel Rollier est diplômé de l'Institut Politique de Paris (1967) et de l'Université de Droit de Paris (DESS 1968).

Il entre en 1971 chez Aussehat-Rey (Groupe International Paper), sera contrôleur de gestion, directeur d'unité opérationnelle, directeur financier. Il est nommé Directeur Général Adjoint

en 1994.

En 1996 il devient Directeur du Service Juridique du Groupe Michelin et Directeur des Opérations Financières.

En 1999, il sera Directeur Financier et Juridique du Groupe et membre du Conseil Exécutif.

Il est nommé Gérant associé commandité de la Compagnie Générale des Etablissements Michelin en mai 2005, auprès d'Edouard Michelin et René Zingraff.

Du 27 mai 2006 au 11 mai 2012, Michel Rollier assure seul la Présidence du Groupe.

Il est actuellement :

- Président du Conseil de Surveillance de Michelin ;
- Président du Conseil de Surveillance de Somfy SA ;
- Président du Comité de Rémunérations de Somfy SA ;
- Président du Conseil d'Administration de Siparex Associés ;
- Président de l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA).



Charles-René Tandé reçoit son diplôme d'expertise comptable en 1989. Il démarre sa carrière au sein de KPMG où il reste 17 ans à opérer à Paris, dont 5 ans à la direction de la formation, puis à Strasbourg. En 2001, il devient associé du cabinet COGEST. Basé en Alsace, ce cabinet compte 4 associés et 40 collaborateurs.

Charles-René Tandé, 59 ans, 2 enfants, a toujours été très engagé au service de la profession. Impliqué pour défendre les jeunes et futurs experts-comptables, il a été président de l'Anecs (Association nationale des experts-comptables stagiaires, commissaires aux comptes stagiaires et étudiants en comptabilité supérieure) et de l'UnECS (Union européenne des experts-comptables stagiaires). Il a présidé le Conseil régional de l'ordre d'Alsace entre 2002 et 2006 et a été membre du Conseil supérieur de l'ordre. Depuis 2013, il présidait le syndicat IFEC après en avoir été le vice-président. En 2017, il est élu président du Conseil supérieur de l'ordre des experts-comptables.



Arnaud Thauvron est maître de conférences en finance d'entreprise et directeur de l'IAE Gustave Eiffel – École de management (Université Paris-Est Créteil et Université Paris-Est Marne-la-Vallée).

Sa thèse traitait de l'évolution de l'asymétrie d'information autour des offres publiques. Ce travail interrogeait les effets de l'asymétrie d'information sur le processus de prise de contrôle et sur la capacité de l'offreur à la gérer. L'approche était transversale (microstructure, finance d'entreprise, comptabilité financière). Ses enseignements portent principalement sur l'évaluation d'entreprise.

Il a publié de nombreux ouvrages en finance.



Docteur en sciences de gestion et membre agrégé de l'Institut des Actuaire, **Pierre Théron** est Directeur Associé de SeaBird, conseil des fonctions Finance, Risque, Actuariat et Opérations des organismes d'assurance, et Maître de conférences associé à l'Institut de Science Financière et d'Assurances (ISFA, Université Lyon 1).

Membre du laboratoire SAF, ses recherches portent sur la mesure et la gestion des risques et de la performance en assurance (en particulier à des fins prudentielle, comptable ou de communication financière), l'analyse et la modélisation des risques et des comportements (publications: <http://www.therond.fr/publications-hal/>). Il est chercheur et membre du Comité de pilotage de la Chaire d'excellence Data Analytics & Models in Insurance (DAMI).

Conseiller scientifique du magazine L'Actuariel, Pierre préside la Commission comptabilité & communication financière de l'Institut des Actuaire et participe aux travaux de l'ANC sur les sujets de comptabilité des assurances (normes française et IFRS).



Valérie Viard est directrice de la recherche à l'Autorité des normes comptables, en charge de l'ensemble des projets liés à la recherche comptable et aux relations avec les universitaires. Elle a participé au rapport sur l'information extra-financière des entreprises présenté par Patrick de Cambourg au Ministre de l'Economie et des

Finances en juin 2019.

Auparavant, après avoir débuté sa carrière en tant qu'auditeur chez KPMG à Paris, elle a occupé plusieurs postes en finance et comptabilité chez Alcatel, un ancien groupe français de télécommunications pendant plus de vingt ans. Elle est diplômée d'expertise comptable et de l'Ecole supérieure de commerce de Rouen (aujourd'hui Neoma).

