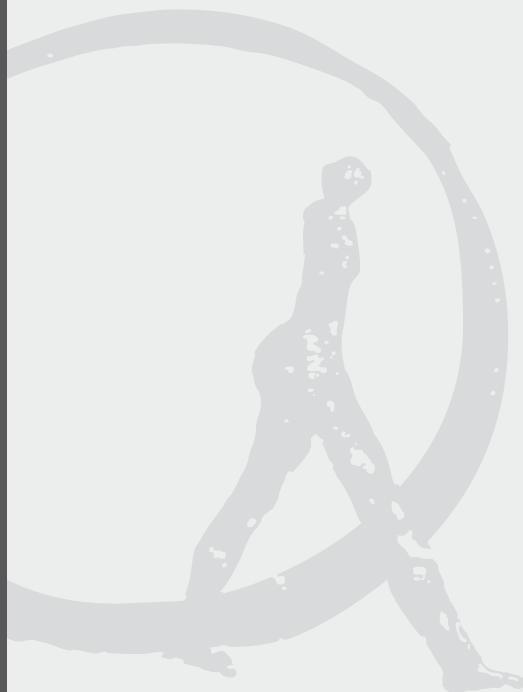


# Dérivés et comptabilité de couverture en IFRS : vers une (mé)connaissance des risques ?

Avril 2008



## **Philippe Foulquier**

Professeur de finance et de comptabilité  
et Directeur de l'EDHEC Financial Analysis and Accounting Research Centre

## **Philippe Touron**

Professeur de comptabilité à l'EDHEC

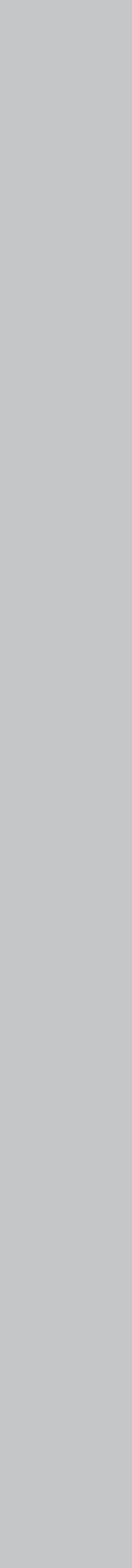
## Résumé

Face à la sophistication de la gestion des sociétés dans un monde plus globalisé, la connaissance de l'exposition réelle des risques qu'elles encourent est devenue cruciale, tant pour la gestion des sociétés elles-mêmes que pour les acteurs en relation avec elles (agences de notation, analystes financiers, actionnaires, créanciers, salariés...). Parallèlement, la technicité des instruments dérivés et leur volume croissant dans le bilan des entreprises, a nécessité une évolution des normes comptables internationales qui s'inscrit dans un souci de transparence. Leur objectif est que les comptes offrent une image fidèle de la solidité bilantielle de chaque société ; afin non seulement de les inciter à mieux gérer leurs risques, mais aussi d'apporter toute la connaissance exigée par les utilisateurs des états financiers. Dans une première partie, nous analysons le traitement comptable des dérivés par l'IAS 39. Nous montrons que les solutions proposées par les IFRS (y compris la comptabilité de couverture) vont à l'encontre de leurs objectifs d'image fidèle et de meilleure gestion des risques, compte tenu de la volatilité excessive qu'elles engendrent dans le compte de résultat. Qui plus est, cette volatilité est totalement déconnectée de l'exposition réelle de l'entreprise. Dans une seconde partie, notre analyse de l'impact des choix comptables retenus par le normalisateur international quant à la comptabilisation des couvertures, sur la perception des risques à travers les états financiers et les conséquences en termes de comportements de gestion financière, est étayée en nous appuyant sur les travaux de la littérature académique théorique et empirique. Nous montrons ainsi que la volatilité comptable sur le compte de résultat (même si elle ne représente en aucun cas, la volatilité économique et donc l'exposition réelle des sociétés) modifie la perception du risque par les marchés financiers. Cette augmentation artificielle des risques est source de modification des comportements des entreprises. Les impacts sur la gestion financière ne sont ni optimaux d'un point de vue financier, ni en adéquation avec les objectifs des IFRS.

Mots clé : IFRS, instruments financiers, couverture, juste valeur, volatilité produits structurés, dérivés, risque.

L'EDHEC Business School est classée parmi les cinq premières « grandes écoles » françaises, grâce à la qualité de ses enseignants (110 professeurs permanents français et étrangers) et aux relations privilégiées qu'elle développe avec l'industrie depuis sa création. L'EDHEC s'appuie sur sa connaissance de l'industrie et concentre ainsi ses travaux de recherche sur des thèmes qui répondent aux besoins des professionnels.

Dans le cadre de sa stratégie d'excellence internationale, l'EDHEC a développé une politique de recherche très active ces dernières années qui l'a conduite à mettre en place des pôles de recherche fondés sur l'expertise de son corps professoral.



## Introduction

Depuis le début des années 1990, le recours aux instruments dérivés s'est intensifié (Bodnar *et al.*, 1998), si bien qu'ils font désormais partie intégrante de toute gestion de sociétés. Selon l'Association Internationale des Swaps et des Dérivés, la valeur nominale des *swaps* et des dérivés en circulation était de plus de 327 trillions de dollars à la fin 2006 alors qu'elle était de 100 trillions quatre années auparavant. Parallèlement à cette croissance effrénée, les instruments dérivés se sont complexifiés si bien que la perception des risques s'y afférant est devenue plus opaque, tant pour les observateurs externes que pour les sociétés y recourant.

Partnoy (2002) montre ainsi que c'est la méconnaissance des engagements pris par les dirigeants sur les marchés dérivés, qui a conduit les investisseurs et les analystes financiers à ne pas anticiper la faillite d'Enron. A ce nom, pourrait également s'ajouter une très longue liste de scandales liés aux dérivés, tels que celui de la banque Sumitomo, de la Baring ou de Metallgesellschaft. Même si la crise financière que nous vivons aujourd'hui est associée plus à un risque de liquidité qu'à un risque de crédit, la question de la transparence quant à la réelle exposition des détenteurs de la large palette de créances titrisées, produits structurés et dérivés de crédit répondant aux noms exotiques d'ABCP, ABS, CDO, CDS, CLO<sup>1</sup>, etc. reste entière à ce jour.

Même avant la crise de cet été 2007, la publication relative aux dérivés et leur comptabilisation dans les états financiers était devenu un enjeu en termes de connaissances pour les entreprises et les utilisateurs d'états financiers. Face à cette évolution croissante des instruments dérivés, tant en volume qu'en sophistication, le normalisateur international a souhaité à travers l'IAS 39 répondre aux exigences de l'ensemble des acteurs en leur permettant de mieux appréhender les risques et donc la connaissance qu'ils en ont.

L'objectif des IFRS est en effet d'offrir à ces acteurs une image fidèle de la solidité financière bilantielle des entreprises, notamment au regard des risques qu'elles encourent. Grâce à cette transparence et meilleure connaissance des risques, les normalisateurs comptables internationaux souhaitent ainsi inciter les sociétés à mieux les gérer.

L'objectif de cet article s'inscrit dans cette problématique en analysant le traitement comptable des IFRS des instruments dérivés et notamment la comptabilisation de couverture. La première partie montre à travers des simulations que les objectifs d'image fidèle et d'incitation à une meilleure gestion ne sont non seulement pas atteints mais que les choix et options complexes mises en œuvre par les IFRS vont parfois même à l'encontre de ces objectifs. La seconde partie analyse les conséquences des choix du normalisateur international en matière de comptabilisation de la couverture par des dérivés, au regard des études académiques théoriques et empiriques.

## 1. La comptabilisation des instruments dérivés

La première partie traite de la comptabilisation des instruments dérivés en application de la norme IAS 39. Après une introduction qui retrace brièvement la genèse de la normalisation en matière d'instruments financiers dérivés, la seconde section développe les conséquences de l'application du principe de la juste valeur aux instruments financiers dérivés. La troisième section est consacrée aux options et régime dérogatoire accordés par l'IAS 39 : la « comptabilité de couverture » et la « comptabilité en juste valeur ».

### 1.1. Normalisation comptable des instruments dérivés

La normalisation comptable des instruments financiers en général et des dérivés en particulier est d'abord apparu aux États-Unis et s'est réalisée en deux étapes. Les premières exigences ont porté sur le degré d'information, avec une demande accrue au fil des années. Puis dans un second temps, au milieu des années 1990, le normalisateur américain FASB (Financial Accounting Standards Board) a contraint les entreprises, à enregistrer les dérivés dans le bilan des entreprises (Crawford *et al.* 1994).

1 - ABCP : asset-backed commercial paper ; ABS : asset-backed securities ; CDS : credit default swaps ; CDO : collateralized debt obligations ; CLO : collateralised loan obligations

### 1.1.1 La normalisation de la publication d'informations : vers une harmonisation internationale

Aux Etats-Unis, face au manque de cohérence (Wilson et Smith, 1997) des normes des années 1980 (SFAF No 52 « conversion des devises étrangères » et SFAF No 80 « comptabilité pour les contrats futures »), le FASB a publié en octobre 1994, la norme SFAF No 119 (« publication sur les instruments financiers dérivés et la juste valeur des instruments financiers ») consacrée spécifiquement aux publications des entreprises exigées dans les états financiers en matière d'instruments financiers.

Hors Etats-Unis, au niveau international, la première norme relative aux instruments financiers (IAS 30 « Informations à fournir dans les états financiers des banques et des institutions financières assimilées ») a été adoptée en 1990 mais son champ d'application se limitait aux établissements de crédit. Après avoir été révisée en 1994, elle a été amendée en 1998 pour être en conformité avec l'IAS 39 (« Instruments financiers : comptabilisation et évaluation »). Nous reviendrons en détail sur cette norme dans la section suivante.

Parallèlement, a été élaborée pour les entreprises de tous les secteurs, l'IAS 32 (« Instruments financiers : présentation »). Elle a été adoptée par l'IASC (International Accounting Standards Committee) en juin 1995, révisée en 1998 pour être en conformité avec l'IAS 39 puis finalement amendée en 2003.

Depuis 2005, les normes IAS 30 et IAS 32 ont été remplacées par la norme IFRS 7 (« Instruments financiers : informations ») avec application obligatoire depuis le 1er janvier 2007. Cette norme présente ainsi l'avantage d'intégrer la totalité des obligations relatives à la publication des informations sur les instruments financiers (tant pour les institutions financières que non financières) en une seule norme.

Toutefois, la seule publication d'informations est apparue assez rapidement insuffisante pour rendre compte à elle seule de l'exposition des sociétés aux risques des instruments financiers en général et des dérivés en particulier. Aussi, les normalisateurs ont souhaité rendre obligatoire la comptabilisation des dérivés dans le bilan des entreprises.

### 1.1.2. La normalisation de l'enregistrement des dérivés dans les états financiers : une pratique récente

La normalisation de la comptabilisation des instruments dérivés est relativement récente tant aux Etats-Unis que dans le reste du monde.

Au terme d'une décennie de travaux intensifs sur la définition d'un cadre complet de comptabilité des dérivés et des couvertures, les américains ont finalement publié en 1998, la norme SFAF 133 intitulée « comptabilité pour instruments dérivés et comptabilité de couverture ».

Côté international, le normalisateur s'est inscrit dans la continuité des avancées du FASB, en procédant toutefois à certains aménagements pour tenir compte du contexte international. Il a ainsi publié les principes de la comptabilité des dérivés et des couvertures dans la norme IAS 39 (« Instruments financiers : comptabilisation et évaluation »), norme publiée en décembre 1998 avec mise en application obligatoire en janvier 2001 (pour les entreprises souhaitant reporter dans le référentiel international).

Depuis, cette norme a fait l'objet de nombreux amendements et le normalisateur souhaiterait la refondre totalement compte tenu de sa taille (plus de 300 pages) et de sa complexité. La prochaine étape consistera en un *discussion paper* au 1er semestre 2008 (Danjou, 2007). Concernant la comptabilisation de couverture plus spécifiquement, l'IASB a publié un appel à commentaire le 6 septembre 2007, intitulé « Positions qualifiées de comptabilité de couverture ». Il succède ainsi aux amendements de ces dernières années présentés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 1 : Les amendements à la norme IAS 39 concernant la comptabilité de couverture

Date de modification de la norme	Amendements	Résumé
31 mars 2004	Comptabilité de couverture en juste valeur pour un portefeuille de couverture du risque de taux d'intérêt <sup>2</sup>	Autorise la macro-couverture d'un portefeuille soumis à un risque de taux d'intérêt sous certaines conditions
14 avril 2005	Couverture des flux de trésorerie pour les transactions futures intra-groupe <sup>3</sup>	Permet de qualifier le risque de change d'une prévision d'item couvert dans une couverture de flux de trésorerie une transaction
15 juin 2005	Option juste valeur <sup>4</sup>	Restriction des possibilités d'option pour le régime de « juste valeur par le compte de résultat »
18 août 2005	Contrat de garantie financière	Inclusion des contrats de garantie financière
6 septembre 2007	Positions éligibles à la comptabilité de couverture	Indique les risques pouvant être couverts

Nous venons ainsi de montrer que si l'IASB et le FASB ont clairement affiché leur volonté de mettre en œuvre une comptabilité des dérivés et des couvertures afin d'offrir plus de transparence pour l'ensemble des acteurs concernés, la normalisation paraît sujette à de nombreuses révisions et amendements car elle reste très complexe et souvent controversée. Nous nous proposons donc dans la section suivante de définir plus en détail cette normalisation afin d'en étudier son caractère d'image fidèle et incitatif à une meilleure gestion des risques.

## 1.2. Les principes de la comptabilisation des dérivés en juste valeur

En établissant une comptabilité en adéquation avec la substance économique des flux, les IFRS ont engendré des profonds changements. On a ainsi évolué d'une comptabilité d'inspiration légale et donc nationale où le lissage des résultats (via notamment la réalisation de plus-values financières et des provisions en tout genre) était central dans la gestion des sociétés (Chalayer, 1995, Stolowy et Breton, 2000, Nobes et Parker, 2006), vers une comptabilité internationale où le point de vue des investisseurs prime sur celui des autres parties prenantes. Cette comptabilité s'apparente quasiment à celle d'une détermination de la valeur liquidative. Dès lors, le bilan et la gestion de son risque deviennent la pièce maîtresse du management d'une société, alors que le rôle du compte de résultat se réduit à un état où sont enregistrées les variations des postes du bilan. Cette profonde métamorphose de la philosophie comptable se traduit par la disparition de nombreux outils de lissage (qui n'ont plus de raison d'être, au regard d'une comptabilité en valeur de marché et plus généralement des principes des IFRS), dans l'objectif d'une meilleure perception des risques.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les principaux changements apportés par les IFRS dans l'appréciation des risques financiers par rapport aux comptabilités nationales, sont retranscrits dans les normes comptables IFRS 7 et IAS 39. Cette dernière définit les nouvelles règles d'évaluation des instruments financiers. Contrairement aux normes françaises qui sont focalisées sur le type d'actifs détenus, les IFRS sont une comptabilité d'intention de détention qui détermine la classification des actifs et leur comptabilité sous-jacente, ce qui s'est traduit par une refonte intégrale de la comptabilisation de la couverture par des instruments dérivés.

Plus précisément, avant les IFRS, les opérations à terme<sup>5</sup>, même lorsqu'elles ne donnaient pas forcément lieu à un mouvement financier, devaient être valorisées et informées en hors bilan, soit pour leur nominal (*swaps* et contrats à terme ferme), soit pour un montant contractuel (prix d'exercice pour une option, cap, floor et collar). Les différentiels d'intérêts payés générés par ces instruments dérivés étaient considérés comme des pertes et passaient par le compte de résultat.

2 - Notre traduction de « fair value hedge accounting for a portfolio hedge of interest rate risk (Macro Hedging) »

3 - Notre traduction de « cash flow hedges of forecast intragroup transactions »

4 - Notre traduction de « fair value option »

5 - Un instrument financier à terme peut être défini comme un contrat où deux parties s'engagent (l'une vis-à-vis de l'autre) à acheter ou à vendre à une date future ou éventuellement jusqu'à une certaine date (ou à payer ou recevoir dans le cas d'un cash settlement) une grandeur économique telle que des taux d'intérêt, actions, matières premières ou indices boursiers.

Dans le cadre d'une opération de couverture, le traitement était fonction de la valorisation du sous-jacent. Par exemple, comme la variation d'une valeur réglementée amortissable n'entraîne pas dans le compte de résultat, un gain latent sur la couverture de cet actif était inscrit dans un compte de régularisation de passif alors qu'une moins-value latente n'était pas provisionnée. Symétriquement, une variation d'un actif évalué à son coût d'acquisition qui n'engendrait pas de provision pour dépréciation durable, se traduisait par une absence d'impact de la plus-value latente de couverture de cet instrument (alors même qu'elle était intégrée au résultat fiscal). En revanche, dans le cadre d'une opération spéculative, la variation de leur valorisation transitait systématiquement par le compte de résultat.

Avec l'avènement des IFRS, les instruments dérivés<sup>6</sup> figurent désormais non seulement dans le bilan, mais en outre sont classés<sup>7</sup> en « juste valeur par le compte de résultat », ce qui signifie que leur variation est directement impactée dans le compte de résultat.

On comprend aisément dans le cadre de la gestion d'actifs et actif-passif que ce changement de statut des dérivés du hors bilan au bilan avec variation directement par le compte de résultat fait naître de nouvelles problématiques comptables, en particulier dans la gestion de la volatilité comptable du compte de résultat.

A titre d'illustration, considérons une entreprise qui possède un portefeuille de valeurs mobilières. Dans l'optique d'une gestion prudente, elle a recours à des instruments dérivés pour limiter ses risques de perte. Les IFRS exigeant une comptabilité ligne à ligne, focalisons nous par exemple sur le recours d'une option de vente pour couvrir une ligne d'actions. Considérons que cette société possède 100mEUR d'une action cotée dont le cours de bourse est 100EUR. La détention de cette ligne d'actions est un investissement de long terme et n'a aucun caractère spéculatif. De ce fait, elle est classée en « disponible à la vente ». Par conséquent, les variations de cette ligne d'actions d'un reporting comptable à l'autre seront reportées directement dans le bilan, sans impacter le compte de résultat.

La stratégie d'investissement prudente de la société consiste à acquérir des options de vente pour se couvrir (totalement ou partiellement) contre un risque de baisse de cette ligne d'actions. Nous supposons que cette couverture a un coût de 15mEUR et que l'option a un coût unitaire de 15EUR. Cette couverture étant réalisée à base d'instruments dérivés, elle sera inscrite au bilan et classifiée en actif « à la juste valeur par le compte de résultat ». Les variations de cette couverture passeront donc directement par le compte de résultat, comme s'il s'agissait d'un instrument de transaction, acquis à des fins spéculatives (même s'il s'agit de mettre en place une couverture pour réduire le risque actions).

Lors du reporting comptable suivant cette acquisition, supposons que le cours de bourse de l'action croît de 100EUR à 120EUR et que la valeur de l'option chute de 15EUR à 5EUR. Le traitement comptable de cette opération se traduit donc d'une part, par une perte sur le compte de résultat de 10mEUR (variation de l'option) et d'autre part, par une augmentation des capitaux propres de 20mEUR (variation de l'action) avant impact du compte de résultat, soit 10mEUR après impact du compte de résultat (variation de l'action et de l'option).

En termes de perception du risque, il n'est pas certain que les IFRS offrent une image très fidèle de la réalité de la couverture par un instrument dérivé. En effet, une société possédant cette même ligne d'actions et qui n'aurait pas couvert cette position, n'aura aucune perte apparaissant dans son compte de résultat alors que son exposition au risque de variation de valeur des actions est très supérieure. *A contrario*, une société prudente qui met en place une couverture pour limiter son risque de perte actions, verra systématiquement son compte de résultat pénalisé lorsque l'environnement pour le sous-jacent devient plus favorable d'un reporting à l'autre : les pertes

6 - Cf. définition paragraphes AG9-AG12A de l'IAS 39

7 - A l'exception comme nous le verrons plus loin, des dérivés reconnus comme assurant une couverture efficace.

latentes de couverture impactant le compte de résultat ne sont pas compensées par les gains latents du sous-jacent couvert enregistrés directement dans les fonds propres.

Au regard de la sensibilité des marchés financiers à un changement de bénéfice par action (et donc à la volatilité du compte de résultat) quant à la détermination de la valorisation d'une société et donc de son cours de bourse, on peut comprendre que le traitement des IFRS des couvertures par des dérivés, soulève un problème de gestion d'une volatilité purement comptable du compte de résultat, totalement décorrélée de la volatilité économique et donc de la réelle exposition aux risques de la société.

De prime abord, on peut peut-être comprendre que l'image de risque que véhiculent les instruments dérivés ait incité l'IASB à impacter le compte de résultat des variations de ces actifs. Toutefois, dans la pratique, nous venons de montrer que les IFRS peuvent non seulement engendrer une volatilité du résultat purement comptable, c'est-à-dire imputable à la norme comptable et sans aucun rapport avec la réalité économique, mais pire encore, peuvent aller à l'encontre de leurs objectifs en pénalisant les gestions financières qui visent à limiter leur exposition aux risques.

Comment expliquer qu'une gestion prudente des risques via la mise en œuvre d'une couverture par des dérivés pour couvrir un risque d'actifs, de passifs ou d'actif-passif puisse se traduire par une telle distorsion comptable ? La réponse est qu'en normes IFRS, la plupart des instruments financiers couverts ont été majoritairement classés en « disponible à la vente » voire dans certains cas « au coût historique » (tel que par exemple des passifs d'assurance). Ainsi, les variations des instruments dérivés de couverture impactent directement le compte de résultat alors que celles des instruments couverts passent directement dans les capitaux propres (« disponible à la vente ») voire n'ont aucun impact sur le bilan (« coût historique »). Dans ce dernier cas, le traitement comptable est encore plus surprenant.

A titre illustratif, considérons une société d'assurance qui a offert à ses assurés une garantie de rendement supérieur ou égal au taux de l'inflation pour une durée de 20 ans. Les passifs d'assurance souscrits sont de 5,6MdEUR (enregistrés « au coût historique »). Le taux d'inflation anticipé au moment de la souscription est de 2,9% et les taux d'intérêt à long terme sont de 4,5% (référence pour le taux d'actualisation).

Face à cette exposition au risque inflationniste, la société d'assurance peut chercher à se couvrir en achetant un swap d'inflation qui lui garantisse le paiement d'un zéro coupon qui matche parfaitement avec un risque inflationniste anticipé à 2,9% dans 20 ans.

Supposons que quelques mois plus tard, lors du reporting suivant, l'environnement s'améliore pour l'assurance tant niveau du taux d'inflation (variation de 2,9% à 2%) que des taux d'intérêt (variation de 4,5% à 5%). Compte tenu de la mise en œuvre d'une couverture assurant une parfaite adéquation actif-passif, l'impact de ce nouvel environnement favorable à l'assureur est neutre d'un point de vue économique. La réalité financière se traduit par : la baisse de la valeur de marché de l'actif (obligations et *swap*) est strictement compensée par l'augmentation de la valeur des passifs.

En revanche, sur le plan comptable IFRS, la normalisation de la valorisation des trois lignes du bilan (obligations, *swap* et passifs d'assurance) consiste à traiter de trois façons différentes ces actifs et passifs. Au-delà du manque de transparence dans l'analyse de cette gestion actif-passif en parfaite adéquation (et excessivement basique sur le plan financier), la volatilité sur le compte de résultat peut être particulièrement déroutante.

En effet, conformément aux intentions de détention :

- la variation de l'instrument de couverture (le *swap*) se traduit par une perte de 600mEUR qui impacte le compte de résultat,



- la variation des obligations (près de 400mEUR de perte latente) impacte directement les capitaux propres (sans passer par le compte de résultat),
- la variation des passifs d'assurance (un gain latent de près de 1MdEUR) se traduit comptablement par aucun impact, ni sur le compte de résultat, ni sur le bilan (classification en « coût historique »).

Ainsi, alors que l'environnement devient très favorable pour l'assureur (baisse des engagements vis-à-vis de ses assurés de près de 1MdEUR, la société va dégager sur cette gestion actif-passif totalement matchée une perte de 600mEUR sur le compte de résultat et une baisse des fonds propres (après intégration du résultat) de près d'un milliard d'euros, pouvant par ailleurs mettre en péril sa solvabilité. Cette volatilité tant au compte de résultat que du bilan n'est en aucun cas le reflet de la situation financière de la société.

En cantonnant la gestion financière de couverture des passifs sur plusieurs décennies à un scénario où les actifs doivent être immédiatement liquides à chaque reporting comptable, les IFRS ne favorisent pas le développement de politique de gestion des risques.

De façon générale, cette section a montré ainsi que la normalisation de la comptabilité de la couverture par des dérivés pouvait aller à l'encontre des objectifs d'image fidèle et d'incitation à la gestion des risques. Pour pallier à cette insuffisance, l'IASB a développé des options dites option de « comptabilité de couverture » et « option de juste valeur » que nous analysons dans la section suivante.

### 1.3. Le régime dérogatoire : la comptabilité de couverture

Face aux problèmes de volatilité comptable du compte de résultat rencontrés dans la pratique par les sociétés mettant en œuvre des couvertures par des dérivés, l'IASB a souhaité apporter une alternative de traitement.

Plus précisément, les normalisateurs comptables ont développé un régime dérogatoire, appelé « comptabilité de couverture », consistant à réduire la volatilité comptable générée par les distorsions de traitement des variations latentes des instruments de couverture et des sous-jacents couverts. Le principe est de reconnaître ces variations en même temps dans le compte de résultat ou le bilan selon la classification du sous-jacent couvert.

Toutefois, nous allons montrer que pour bénéficier de ce régime, les critères sont trop exigeants (test d'efficacité, documentation requise, etc.) et que dans la pratique, les sociétés n'y ont eu recours qu'avec parcimonie, voire parfois aucunement.

#### 1.3.1 Les trois types de comptabilisation de couverture reconnus par les IFRS

Tout d'abord, la première complexité de ce régime dérogatoire repose sur une distinction du traitement des variations de l'instrument de couverture et de l'instrument couvert selon le type de couverture. Nous verrons qu'à chacun de ces types de couverture correspond un traitement comptable différent.

Ainsi, l'IAS 39 a défini trois types de comptabilité de couverture :

- la couverture de la juste valeur (*fair value hedge*), qui correspond à la couverture des variations de la juste valeur d'un actif ou d'un passif. A titre d'exemple sont considérés comme relevant de ce type de couverture, les *swaps* de taux d'intérêt, de change, les *equity forward*.
- la couverture de flux, qui correspond à la protection des flux futurs d'un actif, d'un passif ou d'une transaction prochaine fortement probable (par exemple, les *swaps* de taux d'intérêt convertissant un taux variable en taux fixe) contre un risque particulier clairement identifié<sup>8</sup>
- la couverture d'investissement dans une opération internationale définie selon l'IAS 21.

8 - Par exemple, l'IAS 39 stipule que si une société émet une dette à taux fixe et acquiert un swap selon lequel elle reçoit un taux fixe et paie un taux variable pour réduire son risque d'exposition aux taux d'intérêt; la société doit désigner le swap comme une couverture de juste valeur et non une couverture de flux car cet instrument de dette n'est aucunement exposé à un risque de variation de flux.

Soulignons que pour les dérivés incorporés (*embedded derivatives*), il est nécessaire dans le cas où le contrat hôte n'est pas évalué en juste valeur avec enregistrement des variations en juste valeur par le résultat, de séparer le contrat hôte et le dérivé, puis d'évaluer ce dernier à sa juste valeur (par exemple cela peut s'appliquer pour des obligations convertibles disponibles à la vente, mais en revanche pas pour une obligation à taux variable ou indexée).

### 1.3.2. Une démonstration de l'efficacité de la couverture dissuasive pour certaines sociétés

Pour bénéficier du régime dérogatoire de la comptabilité de couverture, l'IAS 39 exige que la couverture soit estimée comme hautement<sup>9</sup> efficace, dans son aptitude à compenser les variations de la juste valeur ou des flux engendrés par le risque couvert.

Pour être considérée comme hautement efficace, il faut que sur l'ensemble de sa durée de vie, la couverture soit en mesure de compenser presque totalement les variations engendrées par le risque couvert de la juste valeur ou des cash flows de l'instrument couvert. Si la norme laisse une totale liberté sur le choix de la méthode, le « presque totalement » est en revanche défini par un intervalle de 80%-125%<sup>10</sup>. Dans le cas où la corrélation n'est pas parfaite sur la période étudiée (indice à 100%), la partie inefficace (mais restant dans l'intervalle 80%-125%) est reconnue dans le compte de résultat.

Soulignons qu'en particulier pour les sociétés qui gèrent des passifs avec une longue durée, cette démonstration d'efficacité est particulièrement exigeante puisqu'elle doit être démontrée à l'origine de la mise en place de la couverture, mais aussi être testée sur la durée de vie de cette couverture via des tests *backward-looking* et *forward-looking*. Si ces tests montrent que l'indice d'efficacité risque de sortir de l'intervalle 80% - 125%, le régime dérogatoire de comptabilité de couverture ne peut pas être appliqué.

Ainsi, dès l'instant où l'instrument de couverture est libellé dans une devise différente de celle de l'instrument couvert, ou que les durations soient différentes, ou que l'un a une sensibilité taux et l'autre action, l'efficacité ne pourra être démontrée. Il est intéressant de souligner que pour les mêmes raisons, si une société a recours pour se protéger contre un risque de taux d'intérêt à un instrument dérivé dont une part de sa juste valeur est fonction d'un risque de crédit (signature d'une contrepartie), elle ne pourra pas justifier de le caractère hautement efficace de sa couverture.

Cependant, lorsque la stratégie de gestion d'une société est d'ajuster périodiquement le montant de l'instrument dérivé selon les variations de l'instrument couvert, l'IAS 39 accepte une démonstration de l'efficacité par période correspondant à chaque réajustement du montant du dérivé (ce qui permet d'appliquer *a priori* une comptabilité de couverture à une stratégie « delta neutre »).

Précisons enfin que si la norme n'indique pas de méthode préférentielle pour démontrer l'efficacité de la couverture, des travaux académiques remettent en question les pratiques souvent retenues. Finnerty et Grand (2002), Howard et D'Antonio (2005) mentionnent par exemple que si les approches « contrepartie en monnaie », « régression » ou « minimisation du risque » ont l'avantage d'être simples, elles sont critiquables car elles n'intègrent pas de prime de risque positive sur le dérivé et donc un éventuel coût de couverture. Pour remédier à cette limite, leur approche privilégiée est l'arbitrage coût-efficacité.

### 1.3.3. Des exigences de documentation dissuasives pour certaines sociétés

Lorsque l'on interroge les sociétés sur le faible recours à l'option de la comptabilité de couverture, un des éléments dissuasifs – au-delà de la démonstration de l'efficacité de couverture – est l'exigence de la documentation qui doit accompagner la justification de la dérogation au régime « normal » de traitement de la couverture des dérivés.

9 - Hautement (amendement compatible avec la formulation retenue en normes comptables américaines)

10 - Par exemple, si la perte sur un instrument de couverture est de 115 et le gain sur l'instrument couvert est de 100, la compensation est mesurée selon un indice de 115% (115/100) ou 87% (100/115).

Cette documentation est nécessaire à l'origine de la couverture, et doit expliquer en détail les objectifs de la politique de gestion des risques de la société, décrire et identifier clairement et précisément l'instrument couvert, l'instrument de couverture, la nature du risque qui est couverte, le type de couverture (juste valeur, flux, ... cf. 1.3.1) et naturellement la méthodologie retenue qui a permis d'estimer que la couverture sera efficace.

#### 1.3.4. Une situation très controversée : la macro-couverture pratiquée par les assureurs ne peut pas bénéficier de la comptabilité de couverture contrairement à celle pratiquée par les banquiers

Au-delà de la complexité et du volume de la norme IAS 39, il est intéressant de montrer que le traitement de la comptabilité de couverture peut-être différent selon le type d'acteur considéré. Ainsi, un traitement comptable qui a fait l'objet de très nombreuses controverses est celui de l'absence de reconnaissance de la macro-couverture pratiquée par les sociétés d'assurance dans leur gestion financière quotidienne alors que celle-ci a été reconnue pour les banques par l'IAS 39.

La macro-couverture peut être définie comme une politique de gestion consistant à gérer une exposition d'un portefeuille à un risque de taux d'intérêt sur la base d'une approche globale nette. Ceci suppose que la société dispose de suffisamment d'informations internes pour estimer l'ensemble des flux entrants et sortants (y compris les risques de remboursement anticipé ou de défaut) d'un groupe dans son ensemble ou d'un groupe d'activités. Sur cette base, la société raisonne en termes de flux nets et n'a donc recours à la couverture *via* un instrument de dérivés que sur la partie nette de son exposition.

L'IAS 39 n'a pas souhaité que la comptabilité de couverture soit applicable à cette politique de gestion pour les sociétés d'assurance, car elle estime que dans ce cas il est impossible d'associer les gains et pertes en provenance de la couverture à un instrument couvert clairement identifié.

Selon le même type de raisonnement, une couverture réalisée à partir d'options de vente sur un indice actions pour protéger son portefeuille actions issues de ce même indice (même s'il s'agit d'une réplique exacte) ne pourra pas être candidate à la comptabilité de couverture, car les variations individuelles des cours ne sont pas approximativement proportionnelles au changement global de la juste valeur. Ainsi, si le portefeuille actions est classé en juste valeur, sa variation latente impactera directement le bilan (sauf en cas de dépréciation durable) alors que celle des options impactera celle du compte de résultat (sauf si la société a choisi l'option « juste valeur par le compte de résultat », auquel cas, les variations des actions et des options impactent systématiquement et directement le compte de résultat.

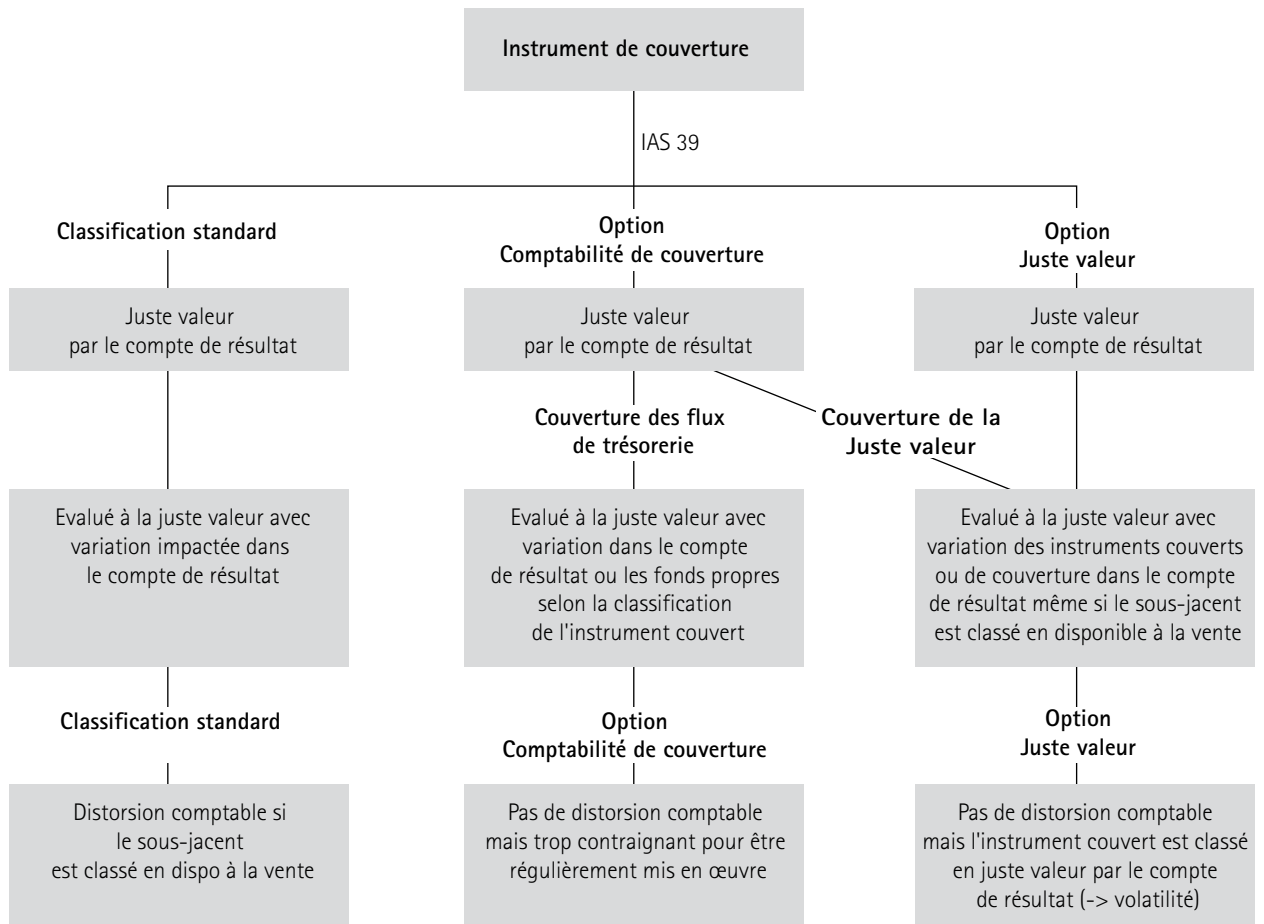
#### 1.3.5. Trois types de « comptabilité de couverture » génèrent trois traitements comptables différents

Face aux draconiennes et fastidieuses exigences requises pour appliquer la comptabilité de couverture, il est naturellement intéressant de mesurer si les résultats obtenus en appliquant ce régime dérogatoire sont à la hauteur des efforts mis en œuvre.

Aux trois types de comptabilité de couverture définis par l'IAS 39 est associé un traitement comptable différencié que nous avons représenté dans le graphique ci-après

Ce schéma montre que si une entreprise a mis en place une politique de couverture satisfaisant l'intégralité des critères décrits précédemment pour recourir à l'option de « comptabilité de couverture », elle doit déterminer s'il s'agit d'une couverture de la juste valeur, des flux futurs ou d'investissement dans une opération internationale.

Figure 1 : Les différents types de couverture définis par IAS 39



### 1.3.5.1. Traitement comptable d'une couverture de juste valeur éligible à l'option de la comptabilité de couverture

Lorsqu'il s'agit d'une couverture de juste valeur éligible à l'option de la comptabilité de couverture, les gains et pertes latents des instruments couverts et de couverture sont reconnus directement dans le compte de résultat, même si l'instrument couvert est classifié en « disponible à la vente » ou au « coût historique ».

A titre illustratif, reprenons l'exemple précédent (section 1.2.) d'une société qui met en œuvre une couverture d'une ligne action par l'acquisition d'une option de vente. Pour traiter la question de l'efficacité de la couverture, soulignons que le delta, c'est-à-dire la sensibilité de la valeur d'une option aux fluctuations de la valeur de son sous-jacent (mesurée par la dérivée de la valeur théorique d'une option par rapport au cours du sous-jacent) est généralement inférieure à 0,5, car la valeur temps d'une option joue le rôle de protection. Comme le delta varie avec le temps, il paraît excessivement difficile de démontrer que la variation d'une option de vente compensera systématiquement la variation de la valeur du sous-jacent sur la durée de vie de l'option, dans un intervalle 80%-125%.

Pour résoudre partiellement le problème, une solution consiste à définir la couverture comme une protection contre la baisse du titre en dessous d'un certain seuil, et l'instrument de couverture comme la valeur intrinsèque de l'option. Dès lors, lorsque ce seuil correspond au prix de l'exercice (*strike*) de l'option, par définition l'efficacité est totale (100%). L'inefficacité de la couverture ne repose donc que sur la valeur temps de l'option.

Ainsi, lorsque le prix d'exercice de l'option est égal au cours actuel de l'action et que le cours de bourse varie à la hausse entre deux reportings :

- la plus-value latente de l'action va augmenter directement les capitaux propres sans impacter le compte de résultat,

- la valeur intrinsèque de l'option de vente est nulle
- la moins-value latente de la valeur temps de l'option (généralement, la valeur temps décroît avec le temps) impacte le compte de résultat.

A l'opposé, lorsque le prix de l'action chute et que l'on applique l'option de la comptabilité de couverture, il est nécessaire de distinguer la partie efficace de la couverture dont la variation passe par le compte de résultat (dérivé et sous-jacent) de la partie inefficace qui passe directement par le compte de résultat (dérivé). La partie de la variation du sous-jacent couverte par la partie inefficace impacte directement par les capitaux propres.

Les tableaux ci-dessous illustrent le cas où la comptabilité de couverture est appliquée et celle où elle ne l'est pas. Pour simplifier cet exemple, nous analysons le traitement comptable des variations des instruments financiers entre deux reportings (notés année 0 et année 1) et considérons que le reporting en année 1 est suffisamment proche de l'échéance de l'option pour que sa valeur temps soit égale à zéro.

Tableau 2 : Bilan de la société en année 0

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous-jacent)	100	Fonds propres	73
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	3	Dettes	30
<i>Valeur temps</i>	3		
<i>Valeur intrinsèque</i>	0		
Total	103	Total	103

Considérons que le cours de l'action chute de 20% en année 1 et analysons le traitement comptable de cette position couverte avec une option de vente, selon que l'option de comptabilité de couverture soit ou non retenue.

Tableau 3 : Bilan de la société en année 1 lorsque la couverture de comptabilité de juste valeur n'est pas applicable et que l'action chute de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous-jacent)	80	Fonds propres	53 (*) +7 = 60
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	10	Dettes	30
<i>Valeur temps</i>	0		
<i>Valeur intrinsèque</i>	10		
Total	90	Total	90

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : +7 (variation de l'option de vente)

Tableau 4 : Bilan de la société en année 1 lorsque la couverture de comptabilité de juste valeur est appliquée et que l'action chute de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous-jacent)	80	Fonds propres	63 (*) -3 = 60
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	10	Dettes	30
<i>Valeur temps</i>	0		
<i>Valeur intrinsèque</i>	10		
Total	90	Total	90

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : -3.

En effet, la variation de l'option de vente pour la partie efficace est de 7. La moins-value totale du sous-jacent totale étant de 20, 10 (en référence au prix d'exercice de l'option de 90) impactent le compte de résultat (partie efficace) et les 10 restant réduisent directement les capitaux propres (partie inefficace de la couverture).

A la lumière de cet exemple, si le total de bilan et les capitaux propres sont inchangés, la volatilité du compte de résultat est réduite avec l'option de la comptabilité de couverture, conformément à l'objectif de ce dispositif.

Pour poursuivre l'analyse, nous montrons que le raisonnement n'est pas symétrique en cas d'une hausse du titre de 20% entre les deux reportings (année 0 et année 1). Cette absence de symétrie est expliquée par le fait que pour que l'option de vente satisfasse le critère de hautement efficace, il a été nécessaire de distinguer la valeur intrinsèque et valeur temps de l'option de vente. Lorsque le cours de bourse est au-dessus du prix d'exercice, la valeur intrinsèque est nulle et la couverture devient alors totalement inefficace.

Tableau 5 : Bilan de la société en année 1 lorsque la couverture de comptabilité de juste valeur n'est pas applicable et que l'action augmente de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous jacent)	120	Fonds propres	93 (*) -3 = 90
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	0	Dettes	30
<i>Valeur temps</i>	0		
<i>Valeur intrinsèque</i>	0		
Total	120	Total	120

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : -3 (variation de l'option de vente)

Tableau 6 : Bilan de la société en année 1 lorsque la couverture de comptabilité de juste valeur est appliquée et que l'action augmente de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous jacent)	120	Fonds propres	93 (*) -3 = 90
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	0	Dettes	30
<i>Valeur temps</i>	0		
<i>Valeur intrinsèque</i>	0		
Total	120	Total	90

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : -3

Comme le prix de l'action est au-dessus du prix d'exercice, la valeur intrinsèque est nulle. Or, comme la couverture est efficace qu'à hauteur de la valeur intrinsèque, l'intégralité de la plus value latente sur les actifs disponibles à la vente passe directement dans les capitaux propres. Seule la variation de la valeur temps (-3), impacte le compte de résultat.

### 1.3.5.2. Traitement comptable d'une couverture des cash-flows éligible à l'option de la comptabilité de couverture

Lorsqu'il s'agit d'une couverture de flux éligible à l'option de la comptabilité de couverture, les gains et pertes latents de l'instrument de couverture sont reconnus directement dans les capitaux propres pour la partie efficace, alors que ceux relevant de la partie inefficace impactent directement le compte de résultat.

Considérons une société qui émet de la dette à 5 ans pour un montant de 100mEUR. Elle s'endette à un taux variable indexé sur le LIBOR. Elle rembourse sa dette semestriellement selon des ajustements

de taux d'intérêt semestriels. Afin de se couvrir contre un risque d'une hausse des taux d'intérêt, la société acquiert un swap qui délivre un taux fixe de 6% et reçoit le LIBOR. Les caractéristiques du swap sont parfaitement en adéquation avec celle de la société tant sur le notionnel, que sur la maturité, le paiement et la révision des taux. Au regard des caractéristiques du swap et de la dette, la société est en mesure de démontrer que la couverture est totalement efficace.

Considérons le traitement comptable de cette couverture si les taux d'intérêt baissent à 5% six mois plus tard. La valeur de marché du swap varie de 0mEUR à -2.5mEUR. Comptablement, au bout de six mois, la valeur du swap est de -2.5mEUR et le montant de la dette est ajustée de l'impact de la variation des taux d'intérêt, soit 97,5mEUR. L'impact sur le compte de résultat est de zéro.

### *1.3.5.3. Traitement comptable d'une couverture d'un investissement dans une opération internationale définie selon l'IAS21*

Le troisième cas de couverture reconnu par l'IAS 39 à côté de la couverture de juste valeur (*fair value hedge*) et de couverture des flux (*cash flow hedge*) est la couverture d'un investissement net dans une opération internationale définie selon IAS 21 (*hedge of a net investment in a foreign operation as defined in IAS 21*). Le traitement de cette couverture est identique à celle de la couverture des flux futurs, c'est-à-dire, la part de plus ou moins values latentes sur l'instrument de couverture qui est considérée comme efficace est reconnue directement dans les fonds propres. La partie inefficace passe par le compte de résultat.

## **1.4. L'option de juste valeur : une alternative moins exigeante mais avec des risques de volatilité accrue par rapport au régime dérogatoire de la comptabilité de couverture**

L'option de juste valeur permet de mesurer les instruments financiers à la juste valeur en reconnaissant leur variation directement dans le compte de résultat. Plus précisément, l'IAS 39 permet d'adopter cette option si elle offre une information plus fiable et pertinente quant à l'exposition aux risques financiers encourus par la société.

Lorsque l'entreprise opte pour cette option, elle doit toutefois démontrer et documenter en quoi cette approche est plus cohérente que le régime « classique » et correspond à la gestion financière des risques et à la politique d'investissement mise en œuvre dans la pratique par la société.

Ainsi l'IASB reconnaît cette option quand elle permet de simplifier l'application de l'IAS 39 en réduisant les distorsions comptables issues de la différence de mesures des instruments financiers. Ceci est particulièrement valable lorsqu'il y a une compensation naturelle de juste valeur entre l'instrument de couverture et l'instrument couvert, ou qu'il ne paraît pas naturel de séparer le dérivé incorporé de son sous jacent.

Pour illustrer l'option de la juste valeur, nous proposons de considérer un exemple de produits structurés, et plus spécifiquement le cas d'un instrument qui connaît de plus en plus de succès, un EMTN (Euro Medium Term Note) indexé sur un indice action.

Considérons un produit structuré de nominal 5 000€ consistant en une obligation zéro coupon de maturité 10 ans et dont le paiement est défini à partir du nominal plus une participation à hauteur de 60% de la hausse de l'Eurostoxx 50.

Selon les IFRS, et en particulier selon la norme IAS 39, ce structuré doit être analysé comme la combinaison de deux instruments :

- le contrat hôte correspondant à un zéro coupon d'un nominal de 5 000€ (remboursement au terme). On suppose que sa juste valeur au moment de l'acquisition est de 4 000€ ;
- et un instrument dérivé consistant en une option qui offre 60% de la hausse de l'indice Eurostoxx 50. La juste valeur de ce dérivé est supposée égale à 1 000€ au moment de l'acquisition.



Selon le traitement général de l'IAS 39, la variation d'un zéro coupon classé en « disponible à la vente » impacte directement les fonds propres alors que celle du dérivé, par nature classé en « juste valeur par le compte de résultat » sera reporté dans le compte de résultat. Nous avons vu précédemment que compte tenu de cette différence de traitement comptable, la société pouvait être pénalisée par une volatilité artificielle comptable, sans relation avec la réalité économique. Afin de remédier à cette distorsion, l'IAS 39 a mis en œuvre l'option de la juste valeur.

Selon cette option, il est possible de classer le zéro coupon également en « juste valeur par le compte de résultat » afin de réduire la volatilité du compte de résultat. Ainsi, le traitement du produit structuré devient global, la variation des deux composantes passant par le compte de résultat.

Considérons qu'entre deux reportings, pour simplifier entre l'année 0 (la juste valeur des deux composantes a été définie ci-dessus) et l'année 1, le produit structuré a perdu 20% : la juste valeur du zéro coupon est alors de 3850EUR et celle du dérivé de 150EUR. Les tableaux ci-dessous illustrent le traitement comptable dans le cas où l'option de juste valeur est appliquée et celui où elle ne l'est pas.

Tableau 7 : Bilan de la société en année 0 lorsque l'option de la juste valeur n'est pas appliquée

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous jacent)	4000	Fonds propres	3500
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	1000	Dettes	1500
Total	5000	Total	5000

Tableau 8 : Bilan de la société en année 1 lorsque l'option de la juste valeur n'est pas appliquée et que l'EMTN chute de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente (sous jacent)	3850	Fonds propres	3350 (*) -850= 2500
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé)	150	Dettes	1500
Total	4000	Total	4000

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : -850 (variation de la composante dérivée)

Lorsque l'option de juste valeur est appliquée, l'intégralité du produit structuré (les deux composantes) est classée en « juste valeur par le compte de résultat ».

Tableau 9 : Bilan de la société en année 0 lorsque l'option de la juste valeur est appliquée

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente	0	Fonds propres	3500
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé + sous-jacent)	5000	Dettes	1500
Total	5000	Total	5000

Tableau 10 : Bilan de la société en année 1 lorsque l'option de la juste valeur est appliquée et que l'EMTN chute de 20%

Actifs		Passifs	
Actifs disponibles à la vente	0	Fonds propres	3500 (*) -1000= 2500
Actifs en juste valeur par le compte de résultat (dérivé + sous-jacent)	4000	Dettes	1500
Total	4000	Total	4000

(\*) avant intégration de l'impact du compte de résultat

Impact sur le compte de résultat : -1000 (variation du dérivé et du sous-jacent)



Cette option de la juste valeur permet de ne pas dissocier et donc de ne pas évaluer les différentes composantes d'un produit complexe. En contrepartie, l'intégralité de la variation de chaque composante passe par le compte de résultat.

### **1.5. Un traitement comptable partiel et inadéquat de la couverture par des instruments dérivés**

Pour conclure sur la comptabilisation des couvertures par le recours à des instruments dérivés, si une société applique le régime « classique » (par opposition à dérogatoire ou optionnel) de la norme IAS 39, alors de nombreuses distorsions comptables engendrent une volatilité comptable sur le compte de résultat, qui ne reflète en rien la réelle exposition financière aux risques de la société. Ce qui va à l'encontre des objectifs d'image fidèle des IFRS.

En outre, cette volatilité additionnelle, qui est générée dans la majorité des cas de couverture – c'est-à-dire lorsque l'actif ou le passif couvert n'est pas classé en « juste valeur par le compte de résultat » – pourrait s'avérer dissuasive ou freiner des décisions financières stratégiques visant à réduire l'exposition aux risques. Sont notamment concernées toutes les techniques de gestion d'actifs ou actif-passif faisant appel à des gestions dynamiques<sup>11</sup> et/ou au recours des instruments dérivés. Ceci va là encore à l'encontre des objectifs des IFRS visant à sensibiliser les sociétés à leur exposition aux risques en vue de les inciter à mieux les gérer.

En outre, les solutions alternatives offertes par la comptabilité de couverture ne sont que très partielles car trop contraignantes (notamment la démonstration de l'efficacité) pour être mises en œuvre à grande échelle, si bien que les entreprises n'y ont recours que très marginalement. Enfin, l'option de la juste valeur moins contraignante requiert toutefois que l'instrument couvert soit classé en juste valeur par le compte de résultat, ce qui est source de volatilité sur le compte de résultat par rapport à une classification en disponible à la vente.

Nous estimons que l'inadéquation du traitement comptable des couvertures par les instruments dérivés a pour origine la conceptualisation des IFRS. Ces normes ont finalement d'une part associé les dérivés de couverture à des instruments spéculatifs et d'autre part cantonné la gestion financière des couvertures (parfois sur plusieurs décennies) à un scénario où les actifs doivent être immédiatement liquides, à chaque reporting comptable (souvent trimestriel).

Les choix opérés par le normalisateur international en matière de comptabilisation des instruments dérivés (transparence accrue, juste valeur et conditions très restrictives pour le recours à la « comptabilité de couverture ») soulèvent ainsi la question essentielle du lien entre la volatilité comptable et la volatilité économique ; et de façon plus générale de l'aptitude des IFRS à offrir une image fidèle des opérations de couverture et ainsi une meilleure connaissance des risques. Le traitement de cette question fait l'objet de la seconde partie.

## **2. Comptabilisation de la couverture, image fidèle, connaissance et gestion des risques**

A partir de l'analyse des principes de la comptabilisation des dérivés et de la couverture, nous avons montré, dans la première partie, les conséquences et les limites des choix des IFRS notamment en matière de volatilité de compte de résultat. Notre première conclusion a été que finalement ces choix vont à l'encontre des objectifs des IFRS d'image fidèle et d'incitation à une meilleure connaissance et gestion des risques. Dans cette seconde partie, nous souhaitons mettre en perspective cette analyse en confrontant les choix opérés par le normalisateur international aux résultats des études académiques tant théoriques qu'empiriques.

Dans une première section, nous traitons des interactions entre comptabilisation des couvertures, volatilité comptable des résultats, volatilité économique et perception des risques à travers les états financiers. Nous montrons ainsi à travers la littérature académique que même si la volatilité comptable générée par la comptabilisation des couvertures ne reflète aucunement la réelle exposition aux risques d'une société, les impacts sur la perception des risques par les investisseurs sont réels.

Cette volatilité artificielle comptable est née de la comptabilisation des dérivés en juste valeur par le compte résultat alors que la variation des instruments couverts dans la plupart des cas, n'impacte pas le compte de résultat. Une des justifications de cette classification réside dans le fait que les dérivés sont souvent associés au terme de « spéculation ». Nous nous proposons dans la section 2 d'étudier si le recours des dérivés à des fins spéculatives est suffisamment élevé pour justifier que ces instruments, même lorsqu'ils ont un rôle de couverture, soient classés en « juste valeur par le compte de résultat ».

La troisième section se focalise sur l'impact de la comptabilisation des couvertures sur la gestion financière des entreprises, le comportement des investisseurs et plus généralement sur le fonctionnement des marchés des dérivés. Nous concluons que la gestion financière est impactée par les choix comptables retenus quant aux traitements des dérivés et des couvertures. Ces changements d'orientation dans la gestion financière ne sont ni optimaux sur le plan financier, ni en adéquation avec les objectifs des IFRS.

## **2.1. Impacts de la volatilité des résultats issue de la comptabilisation des dérivés et des couvertures**

Nous avons montré dans la première partie que les choix du normalisateur international dans le traitement des instruments dérivés se traduisait par une volatilité comptable accrue totalement déconnectée de l'exposition réelle aux risques de la société, et donc de la volatilité économique. Nous avons également mentionné que la comptabilisation des dérivés en « juste valeur par le résultat » à la source de cette volatilité et la très forte restriction de l'usage de la « comptabilité de couverture » pouvaient trouver sa justification dans la perception des risques véhiculée par ces instruments parfois excessivement complexes et opaques.

En nous basant sur les travaux empiriques et théoriques de la littérature, nous souhaitons ainsi répondre dans cette section aux deux questions suivantes :

- la comptabilisation des dérivés et des couvertures en juste valeur accroît-elle sensiblement la volatilité du résultat, et donc réduit-elle son degré de prédiction ?
- l'augmentation de la volatilité comptable a-t-elle un impact sur la perception des risques par les utilisateurs, et notamment sur les cours de bourse ?

### 2.1.1. Comptabilité en juste valeur et volatilité comptable

Les études académiques empiriques démontrent que l'adoption d'une comptabilité en juste valeur se traduit par une plus forte volatilité des résultats des entreprises, et par voie de conséquence, par une perception accrue des risques par les utilisateurs des états financiers.

Par exemple, Nivine *et al.* (2007) ont étudié l'impact de la norme SFAP 133 sur la perception de l'exposition au risque de change pour un échantillon de 435 multinationales américaines. Ils montrent que, quelle que soit la politique de couverture des risques retenue et mise en œuvre avant l'adoption de la norme SFAP 133, son application s'est ensuite traduite par un fort accroissement de la volatilité des résultats publiés et a réduit ainsi leur prédictibilité.

Dans la même optique, de nombreuses études académiques empiriques sur le secteur bancaire confirment cette analyse d'accroissement de la volatilité lorsque les sociétés adoptent une

comptabilité en juste valeur. Ainsi, Barth *et al.* (1995) montrent à partir d'une étude sur un échantillon bancaire, réalisée sur la période de 1971 à 1990 que la variance des résultats s'accroît de 38% lorsque les participations en actions figurant dans les états réglementaires sont traduites en juste valeur. Il est intéressant par ailleurs, de noter que le passage à la juste valeur se traduit par un impact important sur les capitaux propres, mettant en difficulté 7,6% des banques de l'échantillon par rapport aux exigences réglementaires des capitaux propres (solvabilité) qui ne l'étaient pas en comptabilité au coût historique. *A contrario*, 0,7% de l'échantillon en difficulté lors d'un reporting en coût historique ne le seraient plus en comptabilité en juste valeur.

Bernard *et al.* (1995) confirment cette analyse en s'appuyant sur une étude des normes danoises en juste valeur appliquées au secteur bancaire. Ils concluent que la volatilité de la rentabilité calculée sur la base des justes valeurs comptables est supérieure à celle déterminée à partir des coûts historiques. Symétriquement, ils constatent que ces sociétés ont des coefficients de détermination des cours de bourse plus élevés que ceux observés dans un univers en coût historique. Ces conclusions sont confirmées par Barth *et al.* (1996) qui mettent en évidence que les résultats publiés en juste valeur aux Etats unis sont plus volatiles que ceux déterminés en coûts historiques.

Enfin, mentionnons les travaux de Francis (1990) réalisés auprès de 76 banques commerciales qui analysent l'impact de la comptabilité de couverture au sens de la norme SFAC 80<sup>12</sup> sur la volatilité du résultat par le biais d'une simulation. L'auteur suppose que les banques couvrent 100% de leurs résultats à un an, cinq ans et au-delà de 5 ans et compare la volatilité des résultats selon qu'elles aient recours ou pas à la comptabilité de couverture. En l'absence de cette dernière, la volatilité des résultats s'accroît pour 90% des banques. En réitérant cette simulation avec un niveau de couverture de 50%, cette volatilité demeure.

### 2.1.2. Comptabilité en juste valeur et volatilité des cours de bourse

Pour apprécier si l'augmentation de la volatilité comptable générée par une comptabilité en juste valeur se traduit par une hausse des risques perçus par les utilisateurs, et en particulier les investisseurs, il est intéressant de se référer aux travaux académiques qui ont étudié si un accroissement du risque apparent (via le résultat comptable ou un élément du bilan) allait de pair avec la volatilité des cours de bourse. Les études académiques semblent très partagées, selon le secteur, la période et le type d'élément du bilan étudiés, si bien qu'il semble assez difficile d'apporter une conclusion unique et générale.

En effet, certains travaux sur la pertinence informationnelle des publications d'informations relatives aux instruments financiers utilisés par les banques, concluent que les cours de bourse sont décorrélés de ces publications pour de nombreux instruments (en particulier Barth *et al.* (1996), sur les prêts, Nelson (1996) sur la SFAC 107 sur les prêts, emprunts à long terme, hors bilan). Toutefois, Simko (1999) pour des entreprises industrielles, Godwin *et al.* (1995) pour les assureurs et d'autre part Eccher *et al.* (1996), Barth *et al.* (1996), Venkatachalam (1996), Wang *et al.* (2005), Ahmed *et al.* (2006) pour le secteur bancaire, arrivent à des conclusions différentes. A partir d'un échantillon d'entreprises non financières endettées à taux fixe historiquement bas, Simko (1999) montre que sur la période 1992-1995, la publication de la juste valeur des dettes est généralement pertinente, avec des corrélations toutefois plus faibles pour les entreprises sensibles à une remontée des taux d'intérêt. Pour le secteur bancaire, Eccher *et al.* (1996) montrent que seule la juste valeur des actions cotées (notamment celles qui sont les plus échangées) détenues par les banques apparaît véritablement pertinente<sup>13</sup>. Barth *et al.* (1996), pour leur part, se sont focalisés sur la partie non enregistrée dans les comptes des banques (différence entre la juste valeur et la valeur comptable historique) pour chaque poste du bilan. Leur conclusion est que cette différence entre juste valeur et valeur comptable historique est reflétée dans les cours de bourse uniquement pour certains postes du bilan, tels que les portefeuilles d'actions, les prêts figurant à l'actif et les emprunts à long

12 - La norme SFAC 80 autorise l'utilisation de la comptabilité de couverture afin de neutraliser les effets de la couverture sur le compte de résultat : les variations de l'instrument de couverture s'ajustent directement sur la valeur de l'instrument couvert.

13 - La pertinence signifie que l'information a une incidence sur la décision économique de l'utilisateur des états financiers.

terme et uniquement sur certaines périodes (corrélation en 1993 et 1995, absence de corrélation en 1992 et 1994).

Wang *et al.* (2005) se sont intéressés aux instruments dérivés et en particulier à la pertinence des publications des informations requises par le SFAS 119 sur la période 1994-2000 et par le SFAS 133 sur la période 2001-2002 par un échantillon de banques américaines. Ils concluent que tant les montants notionnels que la juste valeur des dérivés fournissent des informations supplémentaires par rapport à celles contenues dans le résultat et les valeurs comptables. Ils renforcent ainsi les résultats de Venkatachalam (1996) qui révélaient déjà que les publications relatives à la juste valeur des dérivés détenus par les banques sont pertinentes pour expliquer les cours de bourse. Ahmed *et al.* (2006) ont affiné cette étude également sur un échantillon de banques et ont conclu que les coefficients de détermination reliant la juste valeur au cours de bourse sont significatifs pour les dérivés comptabilisés directement dans les états financiers mais pas pour ceux figurant en annexe. Ainsi, l'enregistrement des instruments dérivés dans le bilan des banques à la juste valeur engendre non seulement une volatilité comptable mais semblerait aussi avoir un impact sur les cours de bourse des entreprises, comme s'il existait une prime de risque comptable (Francis *et al.*, 2005). Dans la même optique, Wong (2000) démontre que les informations quantitatives sur la juste valeur des dérivés mais aussi leurs montants notionnels publiés par des entreprises industrielles sont porteurs d'informations pour les investisseurs qui se fondent sur ces informations pour évaluer la sensibilité des rendements des actions aux fluctuations des devises.

En conclusion, ces nombreux travaux académiques semblent faire ressortir un lien entre la volatilité comptable inhérente à la comptabilité en juste valeur et le risque perçu par les investisseurs. Toutefois, ce lien semble être plus ou moins important selon le type d'éléments du bilan considéré (le lien semble plus fort pour les actions cotées et les dérivés) et la période étudiée (pertinence plus élevée pour les périodes récentes).

## 2.2. Les motifs de détention des instruments dérivés

Dans la première partie (section 1), nous avons montré que la comptabilisation des couvertures par des dérivés, en juste valeur par le compte résultat, engendrait une volatilité artificielle purement comptable, qui ne reflète en aucun cas l'exposition réelle de toute société. Une des justifications de cette classification pouvait résider dans le fait que les dérivés sont souvent associés au terme de « spéculation ». Nous nous proposons dans cette section d'étudier via les travaux académiques qui traitent ce sujet, si le recours des dérivés à des fins spéculatives est suffisamment élevé pour justifier que ces instruments, même lorsqu'ils ont un rôle de couverture, soient classés en « juste valeur par le compte de résultat ».

Les études académiques semblent toutes converger vers la conclusion que l'usage des dérivés a pour principale vocation la couverture. Citons notamment Tufano (1996) à partir d'une étude dans le secteur minier, Guay (1999), Bodnar *et al.* (1998), Hentschel et Kothari (2001), Guay et Kothari (2003) Lins *et al.* (2007).

Guay (1999) montrent à partir d'un échantillon de 254 entreprises non financières aux États-Unis que l'utilisation des dérivés va de pair avec la réduction des risques : baisse de 5% de la volatilité pour l'ensemble de l'échantillon des entreprises étudié par rapport à un échantillon de contrôle ne se couvrant pas. Cette réduction des risques passe à 22% et 11% lorsque Guay se concentre respectivement sur l'exposition au risque de taux d'intérêt et de change.

Bodnar *et al.* (1998, 1996) montrent à travers des enquêtes successives auprès d'entreprises non financières aux États-Unis, le recours croissant aux instruments dérivés : 35% en 1994, 41% en 1995 et 50% en 1998. Parmi les détenteurs de dérivés, les motivations principales sont la couverture du risque de change (83%), du risque de taux d'intérêt (76%) et du risque sur les commodities (57%).

La dernière enquête effectuée lors de la mise en place de la norme SFAF 133 montre que l'enregistrement des dérivés dans les comptes préoccupe fortement les managers.

Dans une autre optique, Hentschel et Kothari (2001) démontrent à partir d'un échantillon de 425 entreprises industrielles que les entreprises qui font un usage intensif des instruments dérivés ne spéculent pas plus que celles qui en font un usage modéré. Par ailleurs, Guay et Kothari (2003) concluent à partir d'un échantillon de 254 entreprises américaines non financières que si les entreprises utilisent effectivement et efficacement des dérivés pour réduire leur exposition aux risques, les montants de dérivés sont modestes (montants médians de 15 mUSD pour couvrir les flux de trésorerie et de 30 mUSD pour couvrir les capitaux propres) car ils ne représentent qu'une partie assez faible du profil de risque global. Ainsi, pour une entreprise médiane de l'échantillon, le notional des dérivés correspond à 5% du total des actifs. Les entreprises peuvent avoir recours à d'autres techniques plus opérationnelles telles que la diversification géographique de la production.

Il est important de mentionner d'autres travaux qui ont été plus loin et qui confirment d'ailleurs notre intuition de la première partie. En particulier, une enquête récente de Lins *et al.* (2007) fondée sur un échantillon de 229 entreprises issues de 36 pays, indiquent que plus de 40% des entreprises ont été affectées par la norme IAS 39 pour au moins une partie de leur système de *risk management*, et parmi elles, la majorité déclare que leur capacité à se couvrir dans un but économique a été compromise. Parallèlement, ils mentionnent que la norme a réduit l'utilisation spéculative des dérivés.

Ainsi, le postulat retenu implicitement par le normalisateur est remis en cause partiellement par ces études qui démontrent que les sociétés utilisent majoritairement les dérivés pour se couvrir et non pas pour spéculer. Par ailleurs, il semblerait que la volatilité accrue du compte de résultat consécutive aux choix de l'IAS 39 sur la comptabilisation des dérivés en général, et des couvertures par des dérivés en particulier, décourage en partie les politiques de gestion des risques, ce qui va à l'encontre des objectifs des IFRS. Nous allons approfondir cette analyse des comportements dans la section suivante.

### **2.3. Influence de la comptabilité des dérivés sur la politique de gestion des risques**

Afin d'élargir notre analyse des impacts de la comptabilisation des couvertures, nous proposons dans cette section d'étudier dans quelle mesure la comptabilisation des couvertures peut affecter les comportements de gestion financière des entreprises, en particulier, comment le régime dérogatoire de la « comptabilité de couverture » peut aggraver le problème du hasard moral, et ainsi accroître les coûts d'agence et dissuader le recours à ce régime. Nous nous pencherons enfin sur les effets macro-économiques de la comptabilité des couvertures en nous référant aux travaux de Kanodia *et al.* (2000) qui étudient les distorsions engendrées par la publication d'informations sur les couvertures, sur le fonctionnement des marchés des biens (*commodities*), et plus particulièrement sur la formation des prix.

#### **2.3.1. Impacts de la comptabilisation des couvertures sur les comportements de gestion financière des entreprises**

Si la littérature traitant de l'impact de la comptabilisation des couvertures sur la gestion financière des entreprises est relativement dense car les cadres d'étude sont variés, les travaux de recherche convergent en revanche toutes vers la même conclusion : selon les modalités de comptabilisation des couvertures, la politique de gestion financière diffère et peut ne pas conduire à une solution financière optimale.

Pour illustrer nos propos, commençons par l'analyse des travaux de Jorgensen (1999) qui montrent que les modalités de comptabilisation de couverture ont une incidence sur la politique de couverture. Plus précisément, en l'absence de comptabilité de couverture (définie par Jorgensen comme le cas

où les gains et les pertes inhérentes à l'instrument de couverture sont immédiatement enregistrés dans le compte de résultat), l'actionnaire ne dispose pas d'information sur la politique de couverture retenue par l'entreprise qui bénéficie de ce fait d'une totale latitude dans sa politique financière. Si, en outre, elle dispose d'informations sur les prix à terme des couvertures, elle sera tentée de spéculer (augmentation du hasard moral). En revanche, lorsqu'il existe une comptabilisation de couverture différée (définie par Jorgensen ici comme la situation dans laquelle les gains et les pertes de la couverture sont rattachés comptablement au résultat opérationnel de l'élément couvert), il n'existe plus d'asymétrie d'information entre les actionnaires et les entreprises sur la gestion de la couverture et les sociétés sont donc incitées à retenir la stratégie optimale pour les actionnaires.

Ces résultats sont confirmés par Melumad *et al.* (1999) à partir d'une modélisation d'une couverture à terme et par DeMarzo et Duffie (1996). Ces derniers montrent en outre que dans un référentiel comptable retenant la comptabilité de couverture, les entreprises peuvent en outre, utiliser la capacité informationnelle du compte de résultat pour envoyer aux actionnaires des signaux positifs sur leur gestion et la qualité des politiques mises en œuvre.

Dans cette optique, Gigler *et al.* 2007 ont analysé en utilisant un modèle analytique comment les utilisateurs des comptes interprétaient la publication d'une perte sur des dérivés, consécutive à l'application de la juste valeur aux couvertures de flux de trésorerie. Les auteurs montrent que le reporting d'une perte latente sur dérivés pour une société en difficulté financière, pouvait conduire les bailleurs de fonds à inférer une situation financière meilleure, par rapport à celle qu'ils auraient eu dans un référentiel comptable en coût historique (silencieux sur la perte potentielle). Ainsi, l'enregistrement des dérivés en juste valeur constitue selon les auteurs un mécanisme d'alerte pour détecter les faillites et renforce ainsi la surveillance.

Enfin, Barnes (2001) analyse l'impact de l'enregistrement comptable sur la politique de couverture dans un marché où il considère deux types d'entreprises. Le premier type qualifié de « haute qualité » correspond à des entreprises dont le flux de trésorerie opérationnel peut être décomposé en un élément spécifique à l'entreprise (qui ne peut pas être couvert) et en un élément de marché (risque systématique qui est couvrable). Le second type d'entreprise qualifié de « faible qualité » est associé aux entreprises dont le flux de trésorerie opérationnel est entièrement spécifique et donc non couvrable. Naturellement, les entreprises de « haute qualité » ont intérêt à se couvrir pour réduire leur risque systématique alors que celles de « faible qualité » n'ayant rien à couvrir, n'ont aucun intérêt à recourir aux dérivés.

Toutefois, lorsqu'on se place dans un environnement où les variations des dérivés sont enregistrées dans le compte de résultat de façon agrégée au résultat opérationnel, les entreprises de « faible qualité » ont intérêt à recourir aux marchés des dérivés. En prenant des positions spéculatives, elles peuvent être associées à une entreprise recourant aux dérivés, et à ce titre peuvent être associée à une entreprise de « haute qualité » (qui bénéficie d'une meilleure valorisation par les actionnaires). Dès lors, en réaction à cette stratégie, les entreprises de « haute qualité » auront intérêt à opter pour des couvertures non imitables par celles de « faible qualité », c'est-à-dire non optimale, mais dont le coût de la non optimalité de la couverture est inférieur au gain induit par la discrimination rendue à nouveau possible par ce type de couverture inimitable. L'absence de comptabilité de couverture engendre ainsi des distorsions dans les comportements conduisant ainsi les sociétés de « haute qualité » à adopter des solutions de couverture non optimales.

Ainsi, ces études montrent que non seulement lorsque l'enregistrement des variations des instruments couverts et de couverture se fait au coût historique, cela n'incite pas les sociétés à opter pour une solution optimale de couverture mais aussi que la prise en compte instantanée des variations de juste valeur dans le compte de résultat indépendamment de la comptabilisation de l'élément couvert



impact la politique de couverture. Les régimes dérogatoires et optionnels apparaissent ainsi justifiés d'un point de vue économique.

Réciproquement, d'autres travaux (par exemple ceux de Brown (2001), Supanvanij et Strauss (2006)) montrent que les entreprises et leurs managers intègrent dans leur processus de décision de couverture, leurs anticipations en matière d'interprétations des utilisateurs des états financiers, fonction du référentiel comptable retenu.

Les travaux de Brown (2001) se focalisent sur la couverture du risque de change mise en œuvre par la multinationale américaine HDG, pour se prémunir dans le cadre de ses prévisions budgétaires et la détermination des prix. Il ressort des travaux empiriques que l'un des déterminants majeurs de la couverture du risque de change est le pilotage des résultats pour diminuer l'asymétrie d'information : la variable comptable apparaît ainsi structurante des choix opérés en matière des risques de change. Plus précisément, le trésorier de HDG mentionne qu'il favorise les options de vente en raison du traitement comptable favorable, notamment par rapport aux critères retenus par les agences de notation (volatilité du compte de résultat par rapport au risque de change) et du PER privilégié par les analystes financiers.

Dans la lignée de ces études comportementales, fonction de la comptabilité, Supanvanij et Strauss (2006) ont élargi ce champ de recherche à la théorie de l'agence. Plus précisément, ils ont étudié dans quelle mesure la norme SFAP 133 qui accroît la transparence sur les dérivés altère la relation entre les contrats de rémunération des managers et l'usage des dérivés. Sur la période 1994-2000, ils montrent que lorsque les dirigeants sont rémunérés avec des options, alors les entreprises ont moins recours aux dérivés pour se couvrir par rapport à celles dont les managers ne sont pas rémunérés avec des options. L'explication réside dans le fait que lorsque l'option est « dans la monnaie », les gains croissant avec la volatilité, les dirigeants ont intérêt à peu couvrir les résultats de l'entreprise : le conflit d'agence devient élevé. En outre, lorsque l'option n'est plus dans la monnaie, les dirigeants augmentent le niveau de couverture afin que l'option revienne dans la monnaie. Ainsi la mise en place de la norme SFAP 133 qui a engendré une plus forte volatilité des résultats en contraignant les sociétés à enregistrer les dérivés en juste valeur, a non seulement affecté la gestion des couvertures (les dirigeants sont tentés de dénouer leur position avant la clôture des comptes pour réduire la volatilité du résultat) mais amplifie les conflits d'agence.

Dans la même optique, Pirchegger (2006) étudie les effets pervers que peut avoir le régime dérogatoire de la comptabilité de couverture IAS 39 dans les cas de faible variabilité des risques et donc la faible incitation à y recourir dans le cadre de conflits d'agence. Il suppose que la rémunération du management dépend du résultat comptable et est donc affectée par le choix comptable opéré en matière de couverture. Selon la même logique que Supanvanij et Strauss (2006), le dirigeant est incité à piloter le niveau de couverture de l'entreprise pour améliorer sa rémunération (conflit d'agences) et le régime dérogatoire de la comptabilité de couverture vient accentuer le problème de hasard moral. Ainsi, la norme IAS 39 des IFRS, à l'instar de la SFAP 133 des normes américaines, peut conduire les entreprises à adopter des stratégies spéculatives contraires aux objectifs des de ces règles comptables.

Ces études (Brown 2001, Supanvanij et Strauss 2006, Pirchegger 2006) corroborent les déclarations des entreprises américaines qui considèrent que la vision qu'elles ont des attentes du marché impactent la taille et la périodicité de leur couverture (Bodnar *et al.*, 1998).

### 2.3.2. Impacts de la comptabilisation des couvertures sur les comportements de gestion financière des entreprises

Enfin, pour un panorama complet des impacts de la comptabilisation des couvertures, nous nous penchons sur ses effets macro-économiques en nous référant aux travaux de Kanodia *et al.* (2000)

qui étudient les distorsions engendrées par la publication d'informations sur les couvertures, sur le fonctionnement des marchés des biens (*commodities*), et plus particulièrement sur la formation des prix.

Ils montrent en particulier que la comptabilité de couverture en juste valeur accroît l'efficacité informationnelle des prix futurs (information clé sur l'exposition aux risques) et de ce fait, permet même de guider les entreprises quant à leur politique de gestion opérationnelle. Par exemple, les producteurs de certaines *commodities* vont ajuster le niveau de leur production par rapport aux prix des dérivés sur ces mêmes *commodities*. Cette analyse a d'ailleurs été confirmée par Sapiro (2002) qui montre que la publication des politiques de couverture a non seulement un impact sur la stratégie de couverture mais aussi sur les décisions opérationnelles de production.

Dans la même optique, Schöndube-Pirchegger (2006) montre qu'une entreprise peut prendre une position de couverture non seulement par rapport à son exposition au risque mais aussi pour envoyer un signal sur sa capacité. Pour ce faire, l'auteure considère une entreprise qui envisage de vendre un produit dans une période future et qui décide de garantir les flux de trésorerie futurs en recourant à une couverture. Il est supposé que l'entreprise évolue dans un marché concurrentiel neutre au risque et qu'elle est représentée par un manager averse au risque. La publication obligatoire d'une information sur la position prise par le manager dans les états financiers permet au marché de faire des inférences sur les informations détenues par le manager. Ces dernières affectent donc d'une part les prix sur le marché et d'autre part la gestion opérationnelle des couvertures. À l'équilibre, le marché est en mesure d'anticiper la stratégie du manager.

En conclusion, cette seconde section a permis en s'appuyant sur les travaux académiques qui traitent des conséquences et des limites de la comptabilisation des instruments de couverture, de conforter notre analyse de la première section réalisée à partir de simulations. La gestion financière des risques par les entreprises est fortement impactée par les choix comptables retenus. Ces derniers constituent une traduction de la stratégie de l'entreprise pour les marchés financiers et impactent donc la valorisation des sociétés et leurs cours de bourse.

En montrant qu'il existe de très fortes interactions entre la volatilité comptable des résultats et la perception des risques à travers les états financiers par les marchés financiers, la littérature montre par conséquent, que la définition de la comptabilisation de la couverture est déterminante dans les décisions managériales et stratégiques des sociétés. De nombreuses études montrent ainsi que la comptabilité peut conduire à des choix financiers non optimaux, du moment que leur traduction comptable est plus attrayante pour les marchés financiers. Ceci va également à l'encontre des objectifs des normalisateurs comptables.

## Conclusion

Cette étude analyse les impacts des choix du normalisateur international quant à la comptabilité des dérivés et en particulier des couvertures (IAS 39). Nous considérons que les objectifs des IFRS consistant en une transparence accrue et en une incitation à une meilleure prise en compte des risques sont louables. Dans cette optique, la valorisation des dérivés à leur juste valeur constitue une avancée significative, tant en termes de transparence que parce qu'elle constitue un environnement plus favorable pour la pratique de politiques de gestion d'actifs ou d'actif-passif plus efficaces que les techniques *cash flow matching* ou *immunisation* jusqu'alors favorisées par les normes nationales en coûts historiques.

Toutefois, au-delà de la juste valeur, les choix comptables du normalisateur international ne nous semblent pas cohérents par rapport aux objectifs prônés. Nous avons montré que la volatilité comptable du compte de résultat engendrée par le fait que les couvertures par des dérivés étaient



évaluées en « juste valeur par le compte de résultat » alors que les instruments financiers couverts (actifs ou passifs) étaient souvent classés en « disponible à la vente » voire évalués en « coût historique », était déconnectée de l'exposition économique réelle de la société, et n'apportait ainsi pas la connaissance exigée par les utilisateurs des états financiers. Ces distorsions, fruit des choix comptables qui empêchent que les variations d'un dérivé soient compensées par celles du sous-jacent qu'il couvre, vont à l'encontre de l'image fidèle prônée par les IFRS.

Par ailleurs, le second objectif des IFRS visant à inciter les sociétés à mieux appréhender leurs risques afin de mieux les gérer, semble également être contrarié par les choix comptables en matière de traitement des couvertures par les dérivés. En effet, la volatilité artificielle comptable générée dans le compte de résultat est de nature à pénaliser les politiques de gestion des risques. Nous avons en effet montré par des simulations qu'une entreprise qui ne se couvrirait pas était favorisée par rapport à une qui se couvrirait par rapport à cette volatilité comptable. Or, de nombreuses études académiques montrent qu'une forte volatilité du compte de résultat est de nature à modifier la perception du risque par les investisseurs (risque accru) et à affecter négativement les cours de bourse. Des travaux académiques ont ainsi confirmé que ces distorsions sont de nature à modifier les comportements des entreprises en général, en particulier leur politique financière. On comprend ainsi que certaines entreprises (notamment les sociétés d'assurance dont le résultat en IFRS est devenu très volatile) ont souhaité mettre en place des budgets de volatilité dans leur politique de gestion financière. Ainsi, un choix optimal de couverture sur le plan financier peut être écarté au regard de la trop forte volatilité qu'il peut engendrer sur le compte de résultat. Là encore, les choix comptables vont donc à l'encontre des objectifs d'incitation à une meilleure gestion des risques prônés par les IFRS.

Conscient de ces distorsions, l'IASB a proposé de mettre en œuvre un régime dérogatoire « comptabilité de couverture » et un régime optionnel « option de la juste valeur ». Mais nous avons montré que dans la pratique, le régime dérogatoire requiert des conditions trop exigeantes pour être largement utilisé. L' « option de la juste valeur » présente quant à elle, une grande souplesse mais contraint les entreprises à classer des actifs en « juste valeur par le résultat » source d'une volatilité du compte de résultat, qui auraient pu être classés en « disponible à la vente » (sans aucun impact sur le compte de résultat). En d'autres termes, les choix alternatifs comptables du normalisateur pour contourner la forte volatilité engendrée par le traitement « classique » (par opposition à dérogatoire ou optionnel) des couvertures avec des dérivés s'est traduit par des normes additionnelles volumineuses, complexes et au final trop contraignantes pour être largement mises en œuvre.

En conclusion, en l'état, le traitement comptable de la couverture des dérivés retenu par le normalisateur va à l'encontre des objectifs des IFRS d'image fidèle et d'incitation à de meilleures pratiques de gestion des risques. Les membres de l'IASB envisagent d'ailleurs de refondre et de simplifier cette norme IAS 39 mais l'application de cette nouvelle version pourrait ne pas voir le jour qu'en 2012 (Danjou, 2007).

## Références

- Ahmed A. S., Kilic E. et Lobo G. J., 2006, « Does Recognition versus Disclosure Matter? Evidence from Value-Relevance of Banks' Recognized and Disclosed Derivative Financial Instruments. » *Accounting Review*, Vol. 81, n°3, p. 567 – 588.
- Barnes R., 2001, « Accounting for Derivatives and Corporate Risk Management Policies » (December). London Business School Accounting Subject Area No. 018. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=298021>
- Barth M. E., 1994, « Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. » *Accounting Review*, January, Vol. 69, n°1, p. 1 – 25.
- Barth M. E., Beaver W. H., Landsman W. R. et Wahlen M., 1995, « 'Fair Value Accounting: Effects on Banks' Earnings Volatility, Regulatory Capital, and Value of Contractual Cash Flows ». *Journal of Banking and Finance* 19, p. 577–605.
- Barth M. E. Beaver W. H. et Landsman W. R., 1996, « Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107 » *Accounting Review*, October, Vol. 71, n°4, p. 513 – 37.
- Bernard V. L., Merton R. C. et Papelu K. P., 1995, « Mark-to-Market Accounting for Banks and Thrift: Lessons From the Danish Experience », *Journal of Accounting Research*, Vol.33, p.1 – 32..
- Bodnar G. M., Hayt G. S. et Marston R. C., 1998, « Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms » *Journal of the Financial Management Association*, Vol. 27, n°4, p. 70 – 92.
- – , 1996, « Wharton Survey of Derivatives Usage by US Non-Financial Firms » *Journal of the Financial Management Association*, Vol. 25, n°4, p. 113 – 133.
- Brown G. W., 2001, « Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives » *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, n°2-3, p. 401 – 448.
- Chalayer S., 1995, « Le lissage des résultats. Éléments explicatifs avancés dans la littérature. » *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 1, n°2, p. 89 – 104.
- Crawford L. E., Wilson A. C. et Barry J. B., 1997, « Using and Accounting for Derivatives: An International Concern », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 6, n°1, p. 111 – 121.
- Danjou, Philippe, 2007, « IFRS 2007 : vos états financiers seront-ils aux normes ? », Présentation à la conférence du 4 décembre 2007 DFCG –NYSE Euronext.
- DeMarzo P. et Duffie D., 1995, « Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting », *Review of Financial Studies*, Vol. 8, n°3, p. 743 – 72.
- Eccher E., Ramesh K et Thiagarajan S. R., 1996, « Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies » *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, n°1-3, p. 79 –117.
- Financial Accounting Standard Board, 1994, Statement of Financial Accounting Standards No. 119, Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments; October. Norwalk, Connecticut.
- – , 1998, Statement of Financial Accounting Standards No. 133: Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities; Norwalk, Connecticut.
- – , 1991, Statement of Financial Accounting Standards No. 107, Disclosures about Fair Value of Financial Instruments; Norwalk, Connecticut.
- – , 1990, Statement of Financial Accounting Standards No. 105, Disclosure of Off-balance Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk; Norwalk, Connecticut.
- Finnerty J. D. et Grant D., 2002 « Alternative Approaches to Testing Hedge Effectiveness under SFAS No. 133. » *Accounting Horizons*, Vol. 16, n°, p. 95 – 108.

- Francis J., 1990 « Accounting for Futures Contracts and the Effect on Earnings Variability. » *Accounting Review*, Vol. 65, n°4, p. 891 – 910.
- Francis J. Lafond R. Olson P. et Schipper K., 2005, « The Market Pricing of Accruals Quality » *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, n°2, June, p. 295 – 327.
- Godwin N., Petroni K. et Wahlen J., 1998, « Fair Value Accounting for Property-Liability Insurers and Classification Decisions under FAS 115 » *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 13, n°3, p. 207 – 239.
- Gigler F. Kanodia C. et Venugopalan R., 2007, « Assessing the Information Content of Mark-to-Market Accounting with Mixed Attributes: The Case of Cash Flow Hedges. » *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, n°2, p. 257 – 276.
- Godwin N., Petroni K. et Wahlen J., 1998, « Fair Value Accounting for Property-Liability Insurers and Classification Decisions under FAS 115. » *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 13, n°3, p. 207 – 239 (33p)
- Guay W. R., 1999, « The Impact of Derivatives on Firm Risk: An Empirical Examination of New Derivative Users », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, n° 1-3, p. 319 – 351.
- Guay W. R. et Kothari S.P., 2003, « How Much do Firms Hedge with Derivatives? », *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, p. 423 – 461.
- Hentsche L. et Kothari S.P., 2001, « Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives? », *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 36, n°1, p. 93.
- Howard C. T. et D'Antonio L. J., 2005, « Cost-Effective Hedges and Accounting Standards. » *Accounting Horizons*, Vol. 19, n°4, p205-222.
- Jorgensen B., 1999, Hedging and Performance Evaluation. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=137428> or DOI: 10.2139/ssrn.137428
- Kanodia C., Mulherji A., Sapra H. et Venugopalan R., 2000, « Hedge Disclosures, Future Prices, and Production Distortions » *Journal of Accounting Research*, Supplement, Vol. 38, n°3, p. 53 – 82.
- Lins K. V., Servaes, H. et Tamayo A. M., 2007, « Does Derivative Accounting Affect Risk Management? International Survey Evidence », October. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1027869>
- Melumad N., Weyns, G. et Ziv, A., 1999, « Comparing Alternative Hedge Accounting Standards: Shareholders' Perspective » *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, Issue 3/4, p: 265 – 292.
- Nelson K. K., 1996, « Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107 » *The Accounting Review*, Vol. 71, p. 161 – 182.
- Nivine R, C. Glegg et Kimberly C. G., 2006, « The Effects of SFAS 133 on Foreign Currency Exposure of US-based Multinational Corporations » *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 16, n°4, p. 424 – 439.
- Nobes C. et Parker R., 2006, *Comparative International Accounting*, Ninth Edition, 576 pages, Prentice Hall.
- Partnoy F., 2002, « Enron and Derivatives » . Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302332> o
- Pirchegger B., 2006, « Hedge Accounting Incentives for Cash Flow Hedges of Forecasted Transactions » *European Accounting Review*, Vol. 15, n° 1, p. 115 – 135.
- Sapra H., 2002, « Do Mandatory Hedge Disclosures Discourage or Encourage Excessive Speculation » *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, p. 933 – 964.
- Schöndube - Pirchegger B. (2006) «Hedging, Hedge Accounting, and Speculation in a Rational Expectations Equilibrium » *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, n°6, p. 687 – 705.

- Simko P. J., 1999, « Financial Instrument Fair Values and Non-financial Firms » *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 14, n°3, p. 247 – 274.
- Stolowy H. et Breton G., 2003, « La gestion des données comptables: une revue de la littérature » *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 9, n°1, p. 125 – 151.
- Supanvanij A. et Strauss J. 2006, « The Effects of Management Compensation on Firm Hedging: Does SFAS 133 Matter? » *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 16, n° 5, p. 475 – 493.
- Tufano P., 1996, « Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry » *Journal of Finance*, Vol. 51, n° 4, p. 1097 – 1137.
- Venkatachalam M., 1996, « Value-Relevance of Banks' Derivatives Disclosures » *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, n° 1-3, p. 327 – 355.
- Wang L. Alam P. et Makar S., 2005, « The Value-Relevance of Derivative Disclosures by Commercial Banks: A Comprehensive Study of Information Content Under SFAS Nos. 119 and 133 » *Review of Quantitative Finance & Accounting*, Vol. 25, n°4, p. 413 – 427.
- Wilson A. C. et Smith G. R., 1997, « Proposed Accounting for Derivatives: Does it Address the Concerns of Current Accounting? » *Accounting Horizons*, Vol. 11, n°3, p. 69 – 78.
- Wong M. H. F., 2000, « The Association between SFAS No. 119 Derivatives Disclosures and the Foreign Exchange Risk Exposure of Manufacturing Firms » *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, p. 387 – 417.