

## PRINCIPES COMPTABLES

## Les premières leçons de la crise

**Jean-Paul Caudal**

Directeur du département supervision bancaire et comptable FBF\*

La crise financière a invalidé l'hypothèse des marchés efficients qui sous-tend la valorisation en *fair value*. Elle conduit à recommander une valorisation fondée sur le modèle d'entreprise, la liquidité des marchés, les différents instruments et de leurs caractéristiques. La réforme annoncée de l'IAS 39 est loin d'avoir pris la mesure des difficultés posées par la juste valeur.

**L**e débat sur la place de la juste valeur dans le cadre comptable n'est pas nouveau. Il s'est toutefois exacerbé depuis 2000, avec la publication du document du FIJWG [1] et l'intention affichée par le normalisateur américain, le FASB, et son homologue international, l'IASB, d'étendre, à un horizon non précisé, ce mode d'évaluation à l'ensemble des instruments financiers.

La crise économique permet de l'aborder sous un autre angle, puisque, pour la première fois, certaines affirmations ou hypothèses – qui justifiaient son emploi ou, au contraire, suggéraient d'écarter sa mise en œuvre – ont été testées à l'épreuve des faits. C'est en effet la première période de retournement de cycle qui survient alors que des instruments non négociés sur un marché liquide sont évalués dans les états financiers des établissements de crédit selon cette modalité. Les précédentes crises majeures qui ont affecté cette industrie – crise de l'immobilier américain

dans les années 1990 et crise des risques pays au début de la décennie 1980 – se sont déroulées alors que les positions les plus affectées par la conjoncture économique de l'époque étaient valorisées au coût historique, déprécié, le cas échéant au titre du risque de contrepartie.

### LE GRAND TOURNANT DE LA DOCTRINE COMPTABLE

Ce changement fondamental de paradigme comptable a été rendu possible par la publication de deux textes étendant le champ d'application de la juste valeur, l'un par l'IASB, l'autre par le FASB. Proches dans leurs principes, même s'ils diffèrent sur certaines dispositions spécifiques, la norme IAS 39 et son équivalent américain, SFAS 159, introduisent l'option juste valeur et, donc la faculté d'étendre ce principe d'évaluation au-delà de l'activité de *trading* entendue dans un sens étroit de négoce permanent, focalisé sur la multiplication des transactions à court terme. Ce dernier texte est considéré, aux États-Unis, par cer-

tains [2], au sein de la profession, comme le grand tournant de la doctrine comptable et la norme qui marque l'abandon du cadre conceptuel antérieurement admis, basé sur l'enregistrement de transactions et des revenus acquis, et non sur la valorisation de positions portées.

Les modalités de mise en œuvre de ces normes ont été précisées par un autre texte américain, SFAS 157, consacré à la définition de la juste valeur, appréciée comme la valeur de clôture de la position. SFAS 157 n'a pas encore été repris en IFRS, mais il a influencé les préparateurs de comptes qui publient selon les deux référentiels, et, par ricochet, l'ensemble des banques actives internationalement. Une lecture très restrictive des possibilités qui existent dans le texte initial de se départir de rares transactions observées sur des marchés illiquides et des ventes dites forcées, a été publiée en juillet 2007 par un organisme proche des réseaux d'audit américain, le Center for Audit Quality [3], interprétation qui a joué un rôle non négligeable comme vecteur de propagation de la crise, à ses débuts. Ce n'est qu'à la suite de nombreuses critiques émanant notamment des pouvoirs politiques, particulièrement du sénat américain, que le FASB et la SEC ont cherché

\* Les opinions exprimées n'engagent que Jean-Paul Caudal et non la FBF.

[1] Draft Standard : Accounting for Financial Instruments and Similar Items, décembre 2000.

[2] SFAS 159, CPAs at a Crossroad, J Cataldo, The CPA Journal, août 2007.

[3] CAQ : Measurements of Fair Value in Illiquid Markets, octobre 2007.

à atténuer la portée de ce texte, en publiant une “clarification” excluant notamment la prise en compte des ventes forcées [4], position reprise en IFRS dans un communiqué du Board d’octobre 2008 et en France, dans la recommandation des quatre autorités publiée également en octobre 2008. Cette position a fait l’objet d’une nouvelle clarification en mai 2009 par le FASB (FSP FAS 157-4), reprise dans un document de l’IASB publié en juin 2009.

## PARTIE 1

### LA BASE CONCEPTUELLE

**A**u plan conceptuel, l’évaluation en valeur de marché des actifs et des passifs est la déclinaison au plan comptable de l’hypothèse des marchés efficients (encadré 1), formulée de manière générale par Pareto sur l’allocation des ressources à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et appliquée aux marchés financiers en tant que vecteurs de la diffusion d’informations par de nombreux auteurs, tels que, par exemple, E.Fama [5]. Celui-ci a introduit le concept d’efficacité informationnelle.

Selon cette thèse, les prix des actifs observés sur les marchés à n’importe quel moment, reflètent pleinement l’ensemble des informations disponibles sur ces actifs (et donc la séquence des flux de trésorerie qu’ils vont générer dans le futur), ainsi que les risques liés à ces actifs (incertitude et prix du temps). Dès lors, si l’objectif de la comptabilité est défini comme étant de fournir aux investisseurs existants et potentiels l’information relative aux *cash flows* futurs de l’entreprise, aucune autre méthode d’évaluation n’est supérieure à une valorisation aux prix de marché de ses actifs et passifs. Sur un marché

efficient au sens informationnel, le prix d’un actif financier est, à tout instant, une estimation non biaisée de sa valeur intrinsèque. Les prix des actifs ne varient que lorsque de nouvelles informations sont disponibles, qu’ils reflètent alors instantanément, donnant entre autres une information actualisée sur la position en risque de l’établissement.

### BONNE GOUVERNANCE ET VALORISATION OBJECTIVE

Dans cette approche, bonne gouvernance et valorisation objective sont intimement liées : ce mode d’évaluation favorise la perception par les investisseurs du profil de risques de l’entreprise, ce qui, grâce à la discipline de marché, leur permet de pouvoir influencer les décisions de gestion du *management*. Les chiffres comptables jouent alors un double rôle : ils reflètent les actions des participants aux marchés et constituent ainsi une validation externe des décisions internes à la firme, mais ils servent également de fondements aux actions futures qui auront une incidence sur les prix.

Soulignons que ce mécanisme est à l’origine d’un effet circulaire, une boucle de rétroaction endogène au système financier, où, dès lors que les marchés sont imparfaits, il n’y a plus coïncidence absolue entre les fondamentaux de la valeur d’un actif et son prix observé sur le marché. Celui-ci ne reflète plus les flux de trésorerie futurs liés à l’actif, mais les vues existantes des participants sur la valeur qu’ils attribuent aux flux tels qu’ils peuvent les percevoir, sur la base d’informations fragmentaires.

## 1. REPÈRES

### Définir un marché efficient

■ Un marché est efficient seulement si les prix des titres reflètent à chaque instant toute l’information disponible : toute nouvelle information, complètement imprévisible et non corrélée avec l’information diffusée précédemment, est instantanément intégrée dans les cours et est seule à l’origine des changements de prix.

Le comportement des agents est en moyenne rationnel, c’est-à-dire que sur la base des informations disponibles correctement interprétées, la population des agents maximise leur utilité, en l’occurrence leur espérance de gains, compte tenu du niveau de risque qu’ils admettent. Certains d’entre eux peuvent agir irrationnellement, mais, dès lors que leur comportement est aléatoire et suit une distribution normale, la moyenne de leurs comportements est rationnelle. À l’épreuve des faits, il est de plus en plus admis [1], que l’hypothèse des marchés efficients est souvent invalide, que les marchés illiquides sont plutôt la règle et non l’exception. Les mouvements de prix ont d’autres origines que la diffusion d’informations nouvelles. Dès lors, les prix de transactions isolées ne donnent pas nécessairement une bonne prévision des *cash flows* que l’entreprise générera dans le futur. L’observation du fonctionnement des marchés au cours de la période récente a renforcé la validité de cette thèse.

[1] Voir, par exemple, A. Shleifer : *Inefficient markets. An introduction to Behavioral Finance*. Clarendon lectures, Oxford University Press, 2000

## PARTIE 2

### LA CRISE A INVALIDÉ LA THÈSE DES MARCHÉS FINANCIERS EFFICIENTS

**D**epuis l’origine de la crise financière à l’été 2007, plusieurs phénomènes ont pu être observés.

■ Dès lors que les marchés deviennent illiquides, les évaluations ne font que refléter le pessimisme ou l’optimisme des rares participants, dont le comportement ressort alors de phénomènes de hordes, déclenchant de brutales variations de valeur des actifs, à la hausse comme à la baisse. Appliquer les prix observés à l’ensemble des positions existantes sur cet actif revient à appliquer un prix marginal à un stock de transactions, ignorant ainsi la loi de l’offre et de la demande qui montre qu’un prix n’est pas indépendant des quantités offertes ou demandées, et générant un mouvement auto entretenu (donc procyclique) à la hausse, comme à la

“ Sur un marché efficient au sens informationnel, le prix d’un actif financier est à tout instant une estimation non biaisée de sa valeur intrinsèque. ”

[4] SEC/FASB : *Clarifications on Fair Value Accounting*, septembre 2008.

[5] E.Fama : *Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of finance* 1970.

baisse, amplifiant la tendance générale des actifs financiers à présenter une élasticité négative aux variations de prix (plus le prix d'un actif financier évolue à la hausse, plus sa demande augmente, contrairement aux hypothèses sur la formation des équilibres de marché).

■ Les niveaux auxquels s'effectuent les transactions sur marchés illiquides reflètent la forte prime que demandent les investisseurs pour entrer sur de tels marchés. Aux primes de liquidité, s'ajoutent des primes pour incertitudes, qui génèrent un phénomène dit de marché du citron [6]. Lorsque des investisseurs potentiels examinent des papiers sur lesquels existe, par exemple, une incertitude sur le niveau de risque de contrepartie, leur déficit d'information les conduit à estimer ce risque au niveau le plus élevé et donc à intégrer dans leur valorisation l'hypothèse que tous vont subir des pertes extrêmement significatives. Ainsi, certains titres hypothécaires de séniorité élevée ont été valorisés à la clôture 2008 à des niveaux impliquant des taux de défaut jamais vus, même lors de la dépréciation de 1929. Cette contagion de l'aversion au risque entraîne une hausse mécanique des primes à l'ensemble des actifs et des dérivés, même si ces actifs présentent des profils de risques très diversifiés [7].

■ Le processus de diminution de l'endettement global (*deleveraging*) tend à déprimer le prix des actifs les moins liquides. Dès lors que ces actifs sont valorisés en valeur de marché dans le bilan des institutions financières, celles-ci constatent des pertes qui diminuent leurs fonds propres,

**“Le rôle d'une comptabilité basée sur des bilans à une date donnée, et des comptes de résultats reflétant des périodes passées, ne saurait être défini comme visant directement à prévoir les flux de trésorerie futurs de l'entreprise.”**

réduisant ainsi leurs capacités à distribuer du crédit, ce qui a pour effet d'enclencher un autre cycle de diminution du prix des actifs. Ce mécanisme est particulièrement affirmé lorsque les actifs sont financés en repos. Il y a en effet une relation circulaire de dépendance entre la valeur d'un instrument apprécié en tant que collatéral et son financement, sous forme de *repurchase agreement* : la baisse des prix entraîne un appel de marges qui ne peut être satisfait qu'en cédant des actifs à n'importe quel prix, ce qui déclenche un nouveau cycle baissier.

■ Les marchés sont un exemple de système dans lequel les composants individuels réagissent au changement de situation de leur environnement et où ces réactions rétroagissent [8] sur les caractéristiques de l'environnement. Les prix des actifs reflètent, à un moment donné, les préférences des investisseurs, mais constituent aussi la base de décisions des investisseurs. Ils peuvent alors évoluer sous l'effet d'actions de participants aux marchés résultant de facteurs exogènes aux actifs dont les prix bougent. Il y a alors rétroaction des anticipations des comportements des autres participants sur les actions décidées par quelques-uns d'entre eux : les décisions ne sont plus alors basées sur les fondamentaux de l'actif, mais sur les anticipations des décisions des autres participants. Lorsque certains vendent en masse, les prix de transaction observés sont plus bas que ne le justifieraient les fondamentaux, ce qui a une incidence négative sur ceux qui continuent un temps de porter ces actifs, si ceux-ci sont contraints de les valoriser en valeur de marché. Dès lors, il existe une forte incitation à se défaire de tels actifs en anticipant une chute

ultérieure des prix, prophétie qui se vérifie alors sous l'ampleur des mouvements de vente. Lorsque les prix fluctuent, les investisseurs ajustent leurs positions en conséquence et la valorisation en valeur de marché conduit à ce que tous ces ajustements tendent à se produire simultanément.

Ces différentes observations amènent à conclure que loin d'assurer des décisions optimales des investisseurs, les mécanismes d'évaluation en valeur de marché d'instruments négociés sur des marchés non pleinement efficients génèrent une volatilité endogène des prix qui les empêchent de jouer un rôle dans l'affectation efficace des ressources. Ils donnent de surcroît une fausse vision des résultats des entreprises. Comme l'a souligné P. Samuelson [9], investir dans la phase ascendante du cycle, devient un jeu où tout le monde apparemment gagne, mais, ces gains latents sont des “gains sur le papier” et destinés à disparaître si les investisseurs voulaient les réaliser par cession effective des instruments sur le marché. Si les mouvements de marché résultent principalement de la position de liquidité des différents acteurs et non de l'intégration de nouvelles informations dès lors qu'elles sont disponibles, alors les prix observés ne reflètent pas nécessairement (voir rarement) les flux de trésorerie futurs associés aux actifs détenus.

Faut-il pour autant bannir toute valorisation en *mark to market* dans les techniques comptables d'évaluation ? Non, mais la place de cette modalité d'évaluation ne peut être définie en assignant à la comptabilité un objectif de production d'information sur les *cash flows* futurs, dès lors que l'hypothèse des marchés efficients n'est pas vérifiée.

[6] Phénomène de marché du citron : identifié par G. Akerlof : *The Market for Lemons Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, août 1970.

[7] Le même mécanisme a joué dans l'autre sens à la hausse des prix – et donc à la baisse des primes – dans la phase précédente du cycle, contribuant ainsi à la formation de la bulle financière.

[8] On parle alors de génération d'externalités, ce qui confère à la comptabilité un statut de bien public, indépendamment de la définition retenue de ses destinataires, investisseurs ou cercle plus large d'utilisateurs.

[9] P.A. Samuelson : *Economics, an introductory analysis*.

## PARTIE 3

### LE RÔLE DE LA COMPTABILITÉ

Le rôle d'une comptabilité basée sur des bilans à une date donnée, et des comptes de résultats reflétant des périodes passées, ne saurait être défini comme visant directement à prévoir les flux de trésorerie futurs de l'entreprise. Si tel était son objectif, il faudrait modifier le contenu des états financiers et demander à celle-ci de publier un budget prévisionnel et un plan de trésorerie à moyen terme. La comptabilité n'a pas non plus pour objet de donner en lecture directe la valeur d'une entreprise à la date de la publication de ses états financiers. Le fait de ne pas enregistrer comptablement les actifs incorporels créés en interne génère de toute façon un large écart entre la valeur d'une entreprise pour un investisseur et sa valeur comptable, quelle que soit la définition de celle-ci. Plus modestement, une comptabilité doit permettre d'apprécier la performance financière de l'entreprise sur une période passée, facilitant la formation d'un jugement sur l'efficacité du management pendant celle-ci.

Pour ce faire, l'objet de la comptabilité doit être de mesurer le bénéfice réalisé, non pas le bénéfice encaissé, mais celui qui peut être enregistré, car déterminable avec une incertitude acceptable. Il s'agit d'évaluer la valeur ajoutée par l'entreprise au cours de ses transactions de marché, après prise en compte des risques que lui font courir les transactions non dénouées. Le dégagement de revenus sur la base de valorisation d'actifs à un prix théorique, résultant de l'observation de transactions marginales, mais qui ne peuvent être reproduites en raison de l'illiquidité des marchés de ces actifs, ne répond manifestement pas à ce critère.

### ÉVITER LA PROCYCLICITÉ

Les principes comptables ne doivent pas par ailleurs, en modifiant le comportement des acteurs sur la base des informations produites par le système comptable, renforcer la procyclicité et doivent être consistants avec le maintien de politiques de gestion des risques jugées saines par les régulateurs prudentiels. Dès lors, le mode de recouvrabilité des *cash flows* liés aux actifs (et, *mutatis mutandis*, aux passifs), et donc du dégagement de leurs bénéfices, doit déterminer leur mode d'évaluation.

Ce mode de recouvrement des flux de trésorerie est étroitement lié au modèle d'entreprise, ou plus précisément dans le cas d'un groupe bancaire, au modèle d'activité retenu pour créer un segment de ce groupe.

Schématiquement, il existe dans le domaine bancaire, deux modèles d'activités :

- l'un utilise les instruments financiers actifs et passifs comme des facteurs d'exploitation (l'équivalent des immobilisations du monde industriel) pour générer des séquences de flux de trésorerie futurs positifs et négatifs, le résultat de l'établissement étant le solde net de ces deux types de flux ;

- l'autre est basé sur la rotation des stocks d'instruments (l'instrument est alors l'équivalent d'un produit fini industriel en attente de commercialisation), le recouvrement des *cash flows* reposant alors sur la cession à un horizon plus ou moins proche.

## PARTIE 4

### CLASSIFICATION COMPTABLE DES ACTIFS

En première analyse, il semble possible de classer les actifs en trois catégories selon les caractéristiques de leur marché, qui détermine en grande partie leur mode de gestion par les établissements qui les portent.

### ■ Les actifs dont la recouvrabilité repose sur l'encaissement de flux

Ils tendent à présenter des caractéristiques spécifiques, non connues d'éventuels participants aux marchés. Ces asymétries d'informations expliquent pourquoi, alors que tout instrument financier est négocié nécessairement sur un marché primaire, bien peu sont négociables sur un marché secondaire. Pour les établissements qui les émettent, il n'y a pas d'alternative au portage de tels instruments [10] et, en conséquence, les flux de trésorerie qui seront perçus se limitent à ceux qui résultent des dispositions contractuelles.

La valeur de tels instruments ne dépend pas directement des variations des prix de marché.

La majorité des prêts rentrent dans cette catégorie, de même que la plupart des passifs bancaires. Ils doivent être en conséquence enregistrés au coût historique de la transaction initiale qui justifie leur inscription à l'actif de la banque et leurs revenus comptabilisés, limités aux conditions contractuelles dès lors qu'ils sont acquis. Bien évidemment, il y a lieu de prendre en considération le risque de contrepartie dont la réalisation remet en question la recouvrabilité des *cash flows* contractuels et ce, dès la naissance du risque, et non lors de sa matérialisation. En effet, une fraction des revenus perçus (intérêts) correspond à la couverture de ce risque et la méthode des pertes avérées revient à considérer cette prime perçue comme un résultat, dès lors qu'aucun sinistre n'est survenu pendant la période de perception. Outre son fort caractère procyclique, cette approche ne traduit pas le niveau de risque supporté par l'établissement dès lors que le risque inhérent à un concours ne se manifeste pas dès la

« Les actifs dont la recouvrabilité repose sur l'encaissement de flux tendent à présenter des caractéristiques spécifiques, non connues d'éventuels participants aux marchés. »

[10] Sauf à les "repackager" en les associant à d'autres instruments pour gommer leurs caractéristiques idiosyncratiques, mais il s'agit là de la fabrication de nouveaux instruments financiers dont ils deviennent l'un des composants.

mise en place du concours. Valoriser de tels actifs en valeur de modèles (*marked to no market*), et non en valeur de marché puisqu'il n'existe pas de marchés pour de tels instruments, revient à enregistrer des produits et coûts d'opportunité théoriques à la hausse, comme à la baisse, éléments que le *management* ne peut réaliser, sauf à brader les actifs auxquels ils correspondent, comme l'ont montré récemment, les opérations forcées réalisées par différents véhicules de titrisation ou par certaines banques d'investissement à court de financement ou de fonds propres. Dès lors que la juste valeur d'un instrument, calculée sur base de modèles, est définie comme un prix de sortie de la position, une mesure de marché par opposition à une évaluation interne faite par l'entreprise, il y a une contradiction indépassable dans la démarche consistant à déterminer un prix de marché d'un instrument pour lequel il n'existe précisément pas de marché. Une telle valorisation doit inclure une prime de risque reflétant le montant que demanderaient d'hypothétiques participants à un marché supposé à la date d'évaluation, en prenant en compte les conditions existant sur le marché en date d'évaluation. Mais, à cette date, les conditions prévalant en général sur les marchés font que celui spécifique à l'instrument n'existe pas, si on exclut de ce champ les transactions forcées à divers titres. Précisément, il n'y a pas de participants parce que ces instruments ont des caractéristiques trop spécifiques pour être négociés autrement que sur base bilatérale. De telles négociations peuvent aboutir à déterminer le prix d'une transaction spécifique, pas le prix de marché indistinct d'un instrument.

Toutefois, la négociabilité d'un instrument ne justifie pas, à elle seule, sa réévaluation en valeur de marché, si, parallèlement, l'activité à l'origine de son émission ou de son portage n'a pas pour objet de réaliser

**« Il est difficile de prétendre que les comptes publiés par une grande banque suisse pour l'exercice 2006 très largement bénéficiaire, constituent une prévision adéquate des cash flows et des pertes massives qui ont affecté ses exercices 2007, 2008. »**

le recouvrement de l'investissement qu'il représente par sa cession dans un avenir prévisible. Dans ce cas, le mode d'évaluation le plus approprié est celui de la catégorie précédente. La liquidité du marché (appréciée en tenant compte de la taille de la position détenue par rapport au volume des échanges constatés) justifie dans ce cas qu'il soit fait mention dans les notes annexes des plus ou moins-values latentes qu'un changement de stratégie permettrait de dégager

#### ■ Les actifs de transaction

Les actifs de transactions sont détenus dans une optique de court terme pour bénéficier des évolutions de prix, soit de ces actifs pris isolément, soit de différences de prix entre des actifs dont les valeurs intègrent les mêmes variables (positions d'arbitrage entre différents instruments). Pour pouvoir bénéficier des variations de prix, et transformer un résultat potentiel en *cash* sans impact sur les prix, de tels instruments doivent nécessairement être négociés sur des marchés liquides. Il faut donc définir, au plan comptable, les critères de caractérisation d'un marché liquide. Dès lors que la clôture des positions détenues se fait par cession des instruments qui les constituent, il est assez aisé d'identifier des indicateurs simples, reflets du nombre de transactions sur une période. Il est plus délicat, mais néanmoins nécessaire, de caractériser, et donc délimiter de manière précise, une activité de *trading* lorsque celle-ci s'exerce sous forme d'empilement de transactions de sens opposés, comme dans la gestion d'un *book* de *swaps* de taux. D'autres indicateurs pertinents, mesurant la liquidité du marché, devront être identifiés pour couvrir ce cas de figure, l'importance de la fourchette cours acheteur/vendeur venant, dans ce contexte, immédiatement à l'esprit. Mais, il en est peut-être d'autres, plus pertinents en

certaines circonstances [11].

Seuls les instruments négociés sur des marchés présentant ces caractéristiques de liquidité doivent être comptabilisés en juste valeur (*ce point est développé plus loin*), avec enregistrement des variations de celle-ci en résultat.

Un tel mode de valorisation n'est justifié que si :

■ la valeur de la position pour l'actionnaire est strictement corrélée avec le prix de celle-ci, observé sur le marché. Cela signifie que seule l'exposition au marché déterminera le résultat de l'opération. Si au contraire, la banque ajoute de la valeur au prix du marché d'un instrument en mettant en œuvre son modèle d'entreprise, la juste valeur n'est pas nécessairement le mode de valorisation qui s'impose. Dans le premier cas, la banque n'a pas à rechercher de clients spécifiques, puisque le marché peut absorber toute son offre. Dans le second, au contraire, la transaction n'est pas achevée tant qu'un client final n'a pas donné son accord pour acheter l'instrument spécifique que la banque lui propose.

■ les passifs qui financent les actifs évalués en juste sont eux aussi évalués sur cette même base. Tel est le cas des positions d'une salle de marché financée au jour le jour ou en repos à court terme. Toutefois, un passif ne peut être valorisé au marché que si le premier critère, exposé dans l'alinéa précédent, est satisfait.

Ces deux critères doivent être simultanément satisfaits pour qu'une valorisation en valeur de marché soit pertinente au plan comptable. Il faut être néanmoins conscient que ce mécanisme participe à la formation des bulles financières, qu'elles

[11] Écart cours acheteur/vendeur, profondeur du marché, volume des transactions, coût des transactions, facilité des négociations, résilience-capacité d'un marché à intégrer des informations nouvelles, notamment négative, sans que sa liquidité en soit altérée

soient positives – lorsque les prix sont significativement supérieurs aux valeurs intrinsèques – ou négatives – dans le cas inverse. Valoriser des positions sur la base de transactions réalisées a pour effet de créer une distorsion par rapport au prix d'équilibre, résultant du jeu de l'offre et de la demande. En effet, les quantités susceptibles d'être offertes sont valorisées au prix marginal demandé d'équilibre. Cette simplification n'est admissible que si l'élasticité des prix des actifs est faible par rapport aux quantités offertes, c'est-à-dire dans le cas des marchés liquides. Valoriser ainsi des actifs illiquides crée un effet de levier sur la valorisation des portefeuilles concernés, à la hausse quand la bulle enfle, à la baisse quand celle-ci éclate. Il va sans dire qu'il est strictement impossible de prévoir les *cash flows* futurs qui seront réalisés par un établissement sur la base d'une telle méthodologie appliquée aux actifs illiquides.

#### ■ Les produits structurés couverts partiellement en risques sur le marché

Il existe enfin une troisième catégorie d'instruments, qui, au regard du critère de la liquidité de leurs marchés, ne relève pas des deux précédentes. Il s'agit, le plus souvent, d'instruments structurés, conçus pour les besoins d'une classe restreinte d'investisseurs, voir quelquefois dessinés sur mesure pour l'un d'entre eux. Généralement, leur mode de rémunération – voir de remboursement – dépend de paramètres de marché autres que de simples taux d'intérêt relatifs à la monnaie du libellé de l'instrument et présente un profil non linéaire, soit avec des facteurs multiplicatifs, soit avec des facteurs optionnels. Ces critères de rémunération génèrent un effet de levier significatif en ce sens qu'ils sont susceptibles de dégager un résultat positif ou négatif sans commune mesure avec le capital engagé, représenté par le coût historique de l'instrument.

### Comment l'évaluation en juste valeur a conduit à la crise financière

■ **Acte I.** Au plan comptable, en application d'IAS 39 ou de FAS 159, les établissements détenteurs de produits structurés les ont classés dans un portefeuille évalué en juste valeur sur option, bien qu'ils ne fassent l'objet que de rares transactions sur des marchés secondaires. Dès lors qu'il n'existait pas de véritable marché et donc de prix observables pour ce type d'actifs, ils ont dû être évalués sur la base de modèles, dont les paramètres ont été déterminés en prenant en compte les caractéristiques des transactions primaires récentes portant sur des produits jugés similaires.

■ **Acte II.** L'absence de liquidité du marché interdisait, à l'évidence, de réaliser en *cash* les réévaluations ainsi opérées au plan comptable. Dès lors que le prix de transac-

tions marginales était appliqué à des encours d'instruments non réellement négociables, les établissements ont constitué des positions directionnelles, dont la valeur dépendait étroitement de ce que de nouveaux arrivants sur le marché étaient prêts à payer pour acquérir des produits similaires. Dans la phase ascendante du cycle, ce mécanisme a contribué à doper la demande, et donc à augmenter les prix, compressant ainsi les *spreads* correspondant aux différents risques attachés à de tels produits. Néanmoins, les résultats comptables résultant de cette évolution des prix ont été dégagés par application du *marked to market*.

■ **Acte III.** Au moment où les marchés se sont retournés, le mécanisme précédent a joué en

sens inverse. En effet, en cas de turbulences sur les marchés, la détermination des paramètres des modèles utilisés pour valoriser en juste valeur les instruments qui ne font pas l'objet de nombreuses transactions sur des marchés liquides, devient de plus en plus difficile, ce qui rend incertains les résultats obtenus. Cette incertitude nourrit les craintes des opérateurs qui, en réaction, vendent ou cessent d'acheter ces instruments, déprimant encore un peu plus leurs marchés. Cette dépression est immédiatement répercutée dans les états financiers des banques, via l'évaluation en juste valeur de ces positions, avec les conséquences évoquées au début de cette note.

Au plan opérationnel, ces instruments sont "gérés en juste valeur". Plus précisément, les risques qu'ils génèrent sont gérés séparément par retournement des positions induites au moyen de contrats dérivés négociés eux, sur des marchés liquides. Toutefois, en raison de leurs caractéristiques idiosyncratiques, le retournement des risques n'est ni total, ni opéré de façon unitaire. Il repose entre autres sur l'application de corrélations constatées sur base historique, sur des périodes plus ou moins longues. La crise a mis en évidence l'instabilité de telles corrélations en période de stress des marchés et donc l'incertitude inhérente aux valorisations basées sur de tels paramètres (encadrés 2 et 3). Une valorisation en juste valeur, appliquée à de tels instruments, revient en fait à importer dans les comptes l'euphorie ou la panique des marchés, certainement pas à établir une prévision des *cash flows* futurs qui leur sont associés. Il n'est donc pas approprié et n'offre aux investisseurs aucune valeur prédictive, comme le montre l'examen des états financiers d'une grande banque suisse. Il est difficile

de prétendre que les comptes publiés par cet établissement pour l'exercice 2006 très largement bénéficiaire, constituent une prévision adéquate des *cash flows* et des pertes massives qui ont affecté ses exercices 2007, 2008 et continueront probablement de toucher 2009.

Il est de plus en plus couramment admis que des hypothèses par trop optimistes sur la négociabilité de certains instruments ont incité des entités, bancaires ou non, à mettre en œuvre des politiques effectives de transformation massive, conduisant à la crise de liquidités qui s'est avéré être l'un des détonateurs majeurs de la crise actuelle. En effet, ces positions longues étaient financées par des opérations de pension, en majorité au jour le jour dans le cas notable de Bear and Stearns. Contrairement aux prévisions, ces positions se sont révélées invendables et de moins en moins acceptées comme collatéral, générant un *gap* de liquidité impossible à couvrir. Cette observation ne doit pas seulement conduire à des modifications du dispositif réglementaire régissant la liquidité des

## 3. VALORISATION

**Le cas particulier des actions**

■ Les actions sont rémunérées sur des bases simples, mais discrétionnaires, sous forme de dividendes. Elles ne sont pas remboursées, aussi l'investisseur ne peut-il récupérer le capital investi qu'à l'occasion d'une cession, à un autre investisseur ou par rachat par la société de ses propres actions. Le fait que leur rendement ne soit pas contractuellement défini et que le montant investi ne constitue pas du principal remboursable à une échéance déterminée, ne signifie pas pour autant que ces instruments doivent nécessairement être valorisés en valeur de marché au bilan des entreprises. Dès lors qu'elles ne sont pas activement négociées sur un marché liquide, les justes valeurs des actions sont tout aussi difficilement déterminables que celles des instruments de dettes, et les résultats latents ainsi évalués tout aussi peu susceptibles d'être réalisés dès lors qu'une cession n'est pas envisagée dans un avenir prévisible. Il n'y a donc pas lieu de valoriser en juste valeur des actions autres que celles qui relèvent de la catégorie "transaction". Pour les autres, le maintien au coût historique avec le cas échéant dépréciation et indication des résultats latents en annexe pour les instruments cotés paraît une solution supérieure pour l'information des utilisateurs de comptes à l'inscription en "juste valeur théorique" avec pour contrepartie un compte de capitaux propres pour tenir compte du fait qu'une cession n'est pas envisagée dans un avenir prévisible, qui présente l'inconvénient de laisser croire au lecteur que de tels montants sont latents, mais acquis et que seule leur perception est différée en raison de choix de *management*.

établissements et leur transformation. Elle doit également être prise en compte au plan comptable.

En raison de l'incertitude inhérente à la valeur d'instruments très difficilement négociables, même en l'absence de crise, la reconnaissance de leurs résultats doit être gouvernée par le principe de prudence. En l'espèce, celui-ci conduit à comptabiliser les résultats acquis, à l'exclusion de toute plus-value potentielle, mais à tenir compte des moins-values latentes, calculées en prenant en compte les risques inhérents à l'instrument, appréciés sur son horizon de portage prévisible.

Deux méthodes peuvent être envisagées pour atteindre l'objectif comptable ainsi défini.

■ Une évaluation sur base de modèles incorporant des réfections significatives pour tenir compte du risque de liquidité et du risque de modèle [12]

[12] Dès lors qu'il n'y a pas de véritable marché pour un instrument, il est très difficile de

inhérent à ce processus de valorisation. Cette approche paraît adaptée aux instruments aux revenus non linéaires contingents à des valeurs de paramètres de marché et donc sensibles à des effets de seuil qui sont difficiles à appréhender par d'autres méthodes. De surcroît, celle-ci facilite la prise en compte d'opérations de couverture qui leur sont souvent liées. Les variations de valeur ainsi déterminées sont enregistrées en résultat pour la fraction correspondant aux résultats acquis selon les termes contractuels et en capitaux propres pour le reliquat.

■ Une méthode qui regroupe les différents instruments sur la base d'ensembles homogènes. Le revenu acquis de chaque ensemble est déterminé et comptabilisé. Sur cette même base, les plus et moins-values latentes sont calculées et seules les moins-values nettes sont enregistrées en résultat, après prise en compte, le cas échéant, des effets de couverture.

Dans les deux approches, les paramètres des modèles doivent résulter d'évaluations réalisées par analyse des sous-jacents et non en essayant d'extrapoler ceux-ci de rares transactions sur des produits ou indices plus ou moins similaires.

Il n'est pas certain que ces méthodes, éloignées au plan conceptuel, donnent en pratique des résultats très différents. Elles nous paraissent supérieures au dispositif actuel existant en IFRS consistant à valoriser de tels instruments sur la base de modèle calibrés à partir de transactions théoriques réalisables par d'hypothétiques participants à des marchés en réalité inexistantes, et à différer en partie le résultat obtenu, jusqu'à ce que les paramètres utilisés deviennent observables. Ce mécanisme complexe, subjectif pour une grande part, a abouti à une grande

calibrer un modèle avec la précision requise pour déterminer un résultat au sens comptable. Voir la théorie de la connaissance économique imparfaite : Roman Frydman "Imperfect Economic Knowledge : Exchange Rates and Risk", NY, 2008.

diversité des pratiques en raison de divergences d'interprétation du concept de données observables, de celui de "profit en date de mise en place" et de l'inexistence de règles concernant les modalités de reconnaissance ultérieure de ce résultat.

## PARTIE 5

**LE PROJET DE RÉFORME D'IAS 39 DE L'IASB**

Répondant à la demande de nombreux acteurs des marchés financiers (établissements de crédit, régulateurs, gouvernements...), l'IASB a publié en juillet 2009 un projet de réforme de la norme 39. Ce texte aborde la problématique de la valorisation des instruments sous l'angle de la "complexité" des dispositions actuelles, ce qui ne semble pas être le thème majeur qui ressort de la période de crise économique actuelle. Il constitue néanmoins une inflexion positive de l'orientation des normalisateurs comptables internationaux qui se limitait jusque-là à l'objectif de généraliser la juste valeur à l'ensemble du bilan des banques.

Pour la première fois en effet depuis longtemps, il est indiqué dans ce projet que la valorisation de toutes les composantes des bilans bancaires en valeur de marché n'est pas la solution la plus appropriée pour améliorer le reporting financier. Il est également reconnu l'importance du modèle d'entreprise, en tant que déterminant du mode de recouvrement des *cash flows* procurés par les instruments détenus.

**FAIRE COEXISTER JUSTE VALEUR ET COÛT AMORTI**

Le Board a déduit de ces deux constatations qu'un modèle comptable mixte, faisant coexister juste valeur et coût amorti en tant que mode de valorisation, était le plus approprié pour traduire la réalité économique des opérations bancaires. Pour déterminer

dans quelles circonstances chacun de ces deux modes de valorisation s'applique, il a été retenu comme critère prépondérant les caractéristiques de l'instrument relatives à son mode de rémunération, reprenant ainsi une distinction conçue lors de la rédaction de la norme relative aux petites entreprises. Seuls les instruments présentant des caractéristiques d'un prêt basique (*basic loan features*) pourront être évalués au coût amorti, s'ils sont destinés à être portés par l'établissement, en principe jusqu'à leur maturité. Tous les autres instruments devront être valorisés en valeur de marché, et notamment toutes les actions, que ces dernières soient négociables sur un marché ou non. Cette règle aboutit au paradoxe que tous les instruments difficiles à évaluer, et donc peu ou pas du tout négociables, seront valorisés en valeur de marché (ou en pratique en valeur de modèle), niant ainsi l'un des enseignements majeurs de la crise, à savoir que toutes les valeurs de modèle sont discutées, car discutables, en période de volatilité des marchés, car il n'y pas un nombre suffisant de transactions pour calibrer les paramètres avec la précision requise pour pouvoir déterminer le résultat, surtout s'il est relatif à de courtes périodes, telles que le trimestre.

Il résultera de ces dispositions une volatilité accrue des résultats, retraçant des flux théoriques qui ne seront jamais réalisés ou réalisés pour des montants significativement différents. Toute vente effectuée sur des marchés illiquides s'effectue en effet à un niveau qui dépend principalement de la liquidité disponible chez l'acheteur et chez le vendeur. Celui qui a besoin de liquidité est prêt à faire des concessions sur le prix pour couvrir ce besoin. Dans son cas, le *timing* de la transaction est plus important que la valeur réalisée. Il est alors bien difficile de distinguer les ventes forcées des transactions réalisées dans des conditions d'équilibre auxquelles fait

référence la définition de la juste valeur dans les textes comptables.

## CONCLUSION

La crise a mis en évidence ce que les banques françaises soulignaient depuis longtemps : valoriser en valeur de marché des instruments non activement traités sur des marchés secondaires conduisait à une volatilité artificielle des résultats des établissements, avec pour effet d'accroître par divers canaux le cycle économique.

L'incertitude inhérente à ce type d'évaluation a eu, de surcroît, pour effet de décrédibiliser toute l'information financière diffusée, contribuant ainsi au développement de l'aversion pour le risque, notamment celui porté par les établissements financiers, jugé impossible à mesurer et à la défiance vis-à-vis de leurs comptes en général.

Au plan comptable, l'argument que cette méthode est la plus appropriée pour fournir l'information que les investisseurs recherchent sur les *cash flows* futurs de l'entreprise, est irrecevable : les prix de marchés ne reflètent les flux de trésorerie futurs appréciés selon les paramètres de marchés que dans l'hypothèse des marchés pleinement efficaces au sens informationnel. La crise a confirmé les conclusions des études universitaires récentes dans ce domaine, à savoir que bien peu de marchés satisfont à ce critère. S'agissant de la comptabilisation des instruments financiers, seul un modèle mixte peut rendre compte de leur réalité économique. Il doit reposer d'abord sur le modèle d'entreprise, ensuite sur la liquidité des marchés des différents instruments, enfin sur leurs caractéristiques et notamment sur le profil de leur rémunération.

Au plan macroéconomique, la valorisation de positions sur la base de transactions effectuées par des tiers, crée un lien supplémentaire entre les participants au système financier. Or celui-ci est déjà instable par nature,

en raison des phénomènes de horde qui affectent les comportements de ses différents acteurs. La théorie des systèmes enseigne qu'en phase d'instabilité, il faut pour restaurer un équilibre stable, créer des points de rupture entre les différents éléments qui les composent. Ce mode de valorisation fait précisément l'inverse, en jouant le rôle de vecteur de la contagion. Il ne peut donc que contribuer à rendre plus difficile l'apparition des équilibres. Il a également pour effet de distendre le lien entre les contraintes de liquidité et les prix d'équilibre en formation. Il renforce donc l'effet de l'apparition des dérivés, qui, toutes choses égales par ailleurs, déplacent également les prix d'équilibre qui se formeraient sur la base du seul jeu de l'offre *cash* et de la demande solvable. Il contribue, en conséquence, à la volatilité des prix autour des fondamentaux, à la formation des bulles financières et à leur éclatement.

Il faut donc limiter la valeur de marché aux instruments qui font véritablement l'objet d'une activité de transaction.

Finalement, il faut souligner que les actifs financiers ne sont pas intrinsèquement différents des autres actifs exploités dans l'industrie ou le commerce. L'investissement que représente leur acquisition ou leur émission peut être recouvré également de deux manières, par encaissement des flux qui leur sont associés au cours du cycle d'exploitation ou par cession.

Il serait d'ailleurs intéressant que les normalisateurs comptables qui défendent un traitement particulier des instruments financiers, à l'opposé des principes comptables généralement admis pour les autres secteurs d'activité explicitent leur approche au plan conceptuel. Pourquoi réserver la mesure du résultat des entreprises par revalorisation des positions aux seuls instruments financiers si ce modèle est le seul à permettre une évaluation des flux de trésorerie futurs des entreprises? ■