

# La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ?

---

**FRANKLIN ALLEN**

*Co-Directeur, Centre des institutions financières*

*Wharton School, Université de Pennsylvanie*

**ELENA CARLETTI**

*Professeur associé*

*Centre d'Études financières,  
Département Finance, Université de Francfort*

*Les mérites de la comptabilisation en valeur de marché pour les institutions financières font depuis un certain temps l'objet d'un débat animé. Beaucoup estiment que les prix de marché constituent la meilleure estimation de la valeur, et qu'il convient de les utiliser systématiquement. Cependant, d'autres suggèrent qu'en période de crise, les prix de marché ne reflètent pas bien la valeur réelle et que leur utilisation peut entraîner de graves distorsions. Cet article décrit les circonstances dans lesquelles les prix de marché mesurent correctement le rendement futur et celles dans lesquelles ce n'est pas le cas en raison des imperfections du marché. À notre avis, dans des situations de crise financière caractérisées par une rareté de la liquidité et la faiblesse des prix qui s'ensuit, il convient de compléter la valorisation aux prix de marché à la fois par des valorisations à partir d'un modèle et par des valorisations fondées sur les coûts historiques. Le reste du temps, et en particulier lorsque les prix d'actifs sont faibles parce que les anticipations de flux de revenus futurs ont diminué, il convient en revanche de valoriser les actifs à leur valeur de marché.*

*NB : Les auteurs souhaitent remercier Alessio De Vincenzo pour ses conversations fort instructives sur ce thème.*

Les avantages et les inconvénients du passage à une comptabilisation intégrale à la valeur de marché pour les institutions financières telles que les banques et les sociétés d'assurances font l'objet d'un vaste débat depuis quelques années. Ce débat a été amorcé par la décision de l'*International Accounting Standards Board* (IASB) et du *Financial Accounting Standards Board* (FASB) aux États-Unis d'évoluer vers ce système dans un effort d'harmonisation des normes comptables entre les pays. Le débat oppose deux points de vue. D'un côté, la comptabilisation en valeur de marché présente l'avantage de refléter la vraie valeur (pertinente) des bilans des institutions financières, ce qui permet aux régulateurs, aux investisseurs et autres utilisateurs d'informations comptables de mieux évaluer le profil de risque de ces institutions. De l'autre, certains estiment que l'utilisation de la valeur de marché aboutit à une volatilité excessive et artificielle : avec ce système, les bilans des institutions financières évoluent au gré des fluctuations à court terme du marché, qui ne reflètent ni la valeur des fondamentaux ni la valeur à long terme de l'actif et du passif.

Si les marchés financiers étaient parfaits, à l'instar de l'hypothèse généralement retenue dans les modèles employés par les institutions financières, la valorisation aux prix de marché constituerait incontestablement la meilleure méthode. Dans une telle situation, les prix de marché correspondent effectivement à la capacité future des actifs à générer un bénéfice. Si la valeur de marché de l'actif d'une institution tombe en dessous de la valeur de marché de son passif, elle ne sera plus en mesure d'honorer toutes ses obligations. Une comptabilité en valeur de marché indiquera cette insuffisance aux régulateurs, investisseurs, déposants et autres parties intéressées, qui pourront prendre leurs décisions en connaissance de cause.

Beaucoup affirment que les marchés financiers sont effectivement parfaits et complets. Or, en période de crise, on peut constater qu'ils ne fonctionnent pas comme ils le devraient si tel était le cas. Ce constat n'a rien de nouveau. Bagehot (1873), par exemple, suggérait qu'en cas de crise, les banques centrales devraient valoriser les garanties apportées par les banques en pondérant les prix observés en situation de panique et les prix antérieurs au mouvement de panique, car les prix de marché ne donnent pas une mesure exacte de la valeur dans de

telles circonstances. L'effondrement de *Long-Term Capital Management* (LTCM) il y a dix ans constitue une illustration plus récente des insuffisances des prix de marché. Ce *hedge fund* avait parié sur la convergence, ce qui supposait de trouver des titres dont les rendements étaient fortement corrélés mais les prix légèrement différents. Le fonds cherchait alors à prendre une position vendeuse sur l'actif le plus cher (et donc de l'emprunter) afin d'utiliser le produit de sa vente pour prendre une position acheteuse sur l'actif moins cher. LTCM a pris ces positions de convergence sur les obligations d'État de pays européens qui s'acheminaient vers l'Union monétaire et sur les émissions récentes (*on the run*) et plus anciennes (*off the run*) de bons du Trésor des États-Unis. Les écarts de prix étant peu importants, cette stratégie supposait d'emprunter massivement. Ainsi, au début 1998, la société affichait des fonds propres d'environ 5 milliards de dollars et avait emprunté plus de 125 milliards. Pendant ses deux premières années d'existence, le fonds a enregistré un succès considérable, rapportant un rendement d'environ 40 % à ses investisseurs. Cependant, en 1997, ses performances ont été moins brillantes et son rendement était retombé à 27 %, soit l'équivalent de celui des marchés d'actions cette année-là.

Le 17 août 1998, la Russie dévalua le rouble et décréta un moratoire sur environ 281 milliards de roubles (13,5 milliards de dollars) de dette publique. Bien que d'ampleur réduite, ce défaut de paiement déclencha une crise mondiale, accompagnée d'une volatilité extrême sur de nombreux marchés financiers. Nombre des positions de convergence qu'avait prises LTCM commencèrent à perdre de l'argent lorsque, sous l'effet du report vers les valeurs sûres, les prix partirent dans des directions inattendues et divergèrent par rapport à la valeur actualisée des flux de revenus anticipés. Le 22 septembre 1998, la valeur du capital de LTCM retomba à 600 millions de dollars. La Banque fédérale de réserve de New York coordonna une opération de sauvetage dans laquelle les banques qui avaient prêté des sommes considérables à LTCM acceptèrent d'injecter 3,5 milliards de dollars en échange de 90 % des fonds propres du fonds et reprirent la gestion du portefeuille. Pour justifier d'avoir orchestré ce renflouement par le secteur privé, la Banque fédérale de réserve de New York fit valoir que si le fonds avait été liquidé, de nombreux prix sur des marchés illiquides auraient chuté, ce qui aurait entraîné de nouvelles liquidations, avec un effet en cascade.

La crise actuelle, qui a débuté fin juillet 2007, est, elle aussi, révélatrice du caractère imparfait des marchés et du fait que les prix ne reflètent pas les fondamentaux. Certaines banques ont dû aller jusqu'à déprécier de 30 % des tranches super-seniors notées AAA de *collateralised debt obligations* (CDO) <sup>1</sup> en raison d'une érosion de leurs prix de marché. Si cette variation des prix était imputable à une détérioration des fondamentaux, il faudrait alors tabler sur une perte finale de 38 %. Ce serait justifié si, par exemple, les trois quarts des ménages titulaires d'un crédit hypothécaire *subprime* titrisé faisaient défaut et si la baisse des prix se poursuivait. Cela semble, toutefois, peu probable, étant donné qu'aucun défaut n'a encore été enregistré pour des tranches notées AAA et que, comme l'a aussi estimé la Banque d'Angleterre, il ne devrait y avoir à l'avenir aucun défaut sur des titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities*, MBS) *subprime* notés AAA, même si le déclin des prix de l'immobilier résidentiel se poursuit aux États-Unis <sup>2</sup>. On peut en conclure que des facteurs autres que la valeur actualisée des flux de revenus futurs dictent l'évolution des prix. Pourtant, en raison de l'utilisation de la comptabilisation en juste valeur, les sociétés financières du monde entier ont dû procéder à plus de 300 milliards de dollars de dépréciations et ont été contraintes de lever plus de 260 milliards de dollars auprès d'investisseurs extérieurs depuis l'année dernière, selon les analystes de *Bank of America* <sup>3</sup>.

Quelles sont les imperfections de marché qui aboutissent à des fluctuations aussi amples des prix dans des circonstances telles que la crise russe de 1998 et la crise actuelle ? Dans notre article intitulé "*Mark-to-market accounting and liquidity pricing*" <sup>4</sup>, nous analysons les effets de la comptabilisation en valeur de marché lorsque les marchés financiers sont imparfaits. La principale idée qui se dégage est qu'en période de crise financière, l'interaction entre les institutions et les marchés peut conduire à des situations où les prix sur les marchés ne reflètent plus les rendements à venir, mais plutôt le volume des liquidités dont disposent les acheteurs. Si l'on recourt à la comptabilisation en valeur de marché, la volatilité des prix des actifs influe directement sur la valeur des actifs bancaires. Ce phénomène peut entraîner une contagion et acculer les banques

à une situation d'insolvabilité alors même qu'elles seraient parfaitement en mesure de couvrir leurs engagements si elles étaient autorisées à poursuivre leur activité jusqu'à l'arrivée à échéance des actifs. En revanche, si l'on comptabilise les actifs aux coûts historiques, ce problème ne compromet pas la solvabilité des banques, car il n'affecte pas la valeur comptable de leurs actifs. Ainsi, la comptabilisation aux coûts historiques peut empêcher des crises qui se produiraient en cas de valorisation à la valeur de marché.

Si la comptabilisation en valeur de marché peut induire des distorsions et générer une contagion « artificielle », c'est en raison des imperfections de l'offre de liquidité. Dans un monde où les marchés sont parfaits et complets, la gestion des risques peut facilement garantir que la banque ou l'intermédiaire dispose du niveau de liquidité adéquat dans n'importe quelle situation. Avec des marchés parfaits et complets, il est possible d'utiliser tout un éventail de produits dérivés et d'autres titres (ou des stratégies de couverture dynamiques équivalentes) afin que les contreparties puissent recevoir des liquidités à chaque fois que c'est nécessaire, ou, en termes techniques, dans chaque état du monde.

En revanche, lorsque les marchés sont imparfaits parce qu'ils sont incomplets, il faut vendre des actifs sur le marché pour pouvoir disposer de liquidités. Les prix des actifs sont déterminés par le total de la liquidité disponible, ou, en d'autres termes, par le « *cash* disponible sur le marché ». Il est nécessaire que certaines institutions financières détiennent des liquidités et soient prêtes à acheter des actifs lorsque d'autres les mettent en vente. Ces institutions ne sont plus rémunérées pour le coût de la mise à disposition de la liquidité dans chaque état du monde, comme dans le cas de marchés parfaits. Elles doivent alors récupérer ce coût sur la moyenne calculée sur tous les états du monde, et c'est précisément ce qui pose problème.

Les fournisseurs de liquidité ont la possibilité d'investir dans des actifs à long terme à rendement élevé, mais qui sont moins liquides. Détenir des liquidités induit un coût d'opportunité, puisque cela rapporte moins que les actifs à long terme.

1 Cf. Tett (2008)

2 Cf. Giles et Tett (2008)

3 Cf. Guerrero et Hughes (2008)

4 Cf. Allen et Carletti (2008)

Si l'on veut que les institutions financières acceptent de procurer de la liquidité, il faut qu'elles soient en mesure de dégager des bénéfices dans certaines situations. Si personne ne détient de liquidité, alors lorsque les banques et les intermédiaires vendent des actifs pour en obtenir, les prix s'effondrent jusqu'à devenir nuls. Voilà qui devrait inciter certaines institutions à détenir des liquidités, puisqu'elles pourraient alors acquérir des actifs à bon marché. À l'équilibre, les prix montent jusqu'au niveau où, lorsque les banques et les intermédiaires vendent, le bénéfice réalisé est suffisant pour dédommager les fournisseurs de liquidité pour toutes les autres situations où ils supportent des coûts d'opportunité car ils détiennent de la liquidité sans pouvoir l'utiliser. En d'autres termes, les prix des actifs sont bas dans des situations où il y a pénurie globale de liquidité et où certains intermédiaires et banques ont besoin de liquidité<sup>5</sup>.

Cette analyse comporte un point important : le faible niveau du prix des actifs dans les situations de pénurie de liquidité n'implique pas l'existence de problèmes informationnels. Toutefois, il est certainement exact que les problèmes informationnels exacerbent la chute des prix. Si, outre le fait de supporter le coût d'opportunité de la détention de liquidité, les institutions acheteuses doivent consacrer des ressources non négligeables à l'évaluation des actifs qu'elles acquièrent, les prix d'équilibre seront encore plus bas. Les prix doivent être suffisamment bas pour couvrir en plus le coût des diligences minimales à accomplir (*due diligence*). Cet aspect est particulièrement important pour la titrisation des crédits hypothécaires *subprime* et concorde avec la forte chute de leurs prix lors de la crise actuelle. Enfin, s'il y a des problèmes de sélection adverse, cela ne fera qu'accentuer la décote avec laquelle les actifs se négocient.

Sur la base de ces arguments, la comptabilisation en valeur de marché présente des inconvénients majeurs. Beaucoup estiment qu'elle soumet les bilans des institutions financières à de fortes variations qui ne sont pas justifiées par les fondamentaux. Ces variations ne traduisent ni une incapacité à honorer les engagements à venir, ni, donc, une insolvabilité. Lorsque l'on comptabilise les actifs aux coûts historiques, on évite dans une large mesure ces problèmes. Cependant, la comptabilisation aux coûts

historiques a aussi ses inconvénients. En particulier, si les prix varient sous l'effet d'une évolution des fondamentaux, elle n'est plus souhaitable, et il convient de lui préférer la valorisation aux prix de marché.

La crise des caisses d'épargne-logement aux États-Unis, dans les années quatre-vingt, constitue un bon exemple de situation où une valorisation aux prix de marché aurait probablement été préférable à la comptabilisation aux coûts historiques. Dans ce cas, c'est un effondrement des fondamentaux qui avait entraîné la chute des prix des actifs. Sous l'effet de la baisse des cours du pétrole, les anticipations de flux de revenus futurs de nombreuses propriétés au Texas et dans d'autres États producteurs de pétrole ont spectaculairement baissé. Cette érosion des prix n'était pas due à des facteurs temporaires liés à la liquidité, comme dans les cas évoqués plus haut, mais était de nature permanente. En l'occurrence, la comptabilisation aux coûts historiques a permis aux banques de dissimuler l'ampleur de leurs problèmes pendant une longue période. Une évaluation aux prix de marché aurait permis de déceler et de résoudre ce problème beaucoup plus rapidement.

Ce contraste entre des situations dans lesquelles les actifs sont bon marché en raison de facteurs liés à la liquidité et celles où cette faiblesse est due à une dégradation des anticipations de flux de revenus futurs se trouve au cœur du débat sur les avantages et les inconvénients respectifs de l'évaluation aux prix de marché et de la comptabilisation aux coûts historiques. Le problème, c'est qu'aucun des deux systèmes n'est parfait. Chacun est approprié dans certaines circonstances, mais pas dans d'autres. Les deux parties avancent chacune des arguments qui ne sont pas dénués de validité.

Comment résoudre ce problème ? D'après un rapport récent de l'*Institute of International Finance*, l'enregistrement à la valeur de marché peut précipiter les prix des actifs dans une spirale à la baisse et transformer artificiellement un problème de liquidité en problème de solvabilité. Selon ce rapport, pour résoudre ce problème, on pourrait autoriser les banques à valoriser leurs instruments à l'aide de leurs propres modèles ou à la valeur comptable en cas de perturbations sur les marchés, et leur donner la possibilité de sortir les actifs du

5 Cf. Allen et Gale (2007) pour une analyse détaillée

portefeuille de négociation pour les inscrire dans leur portefeuille bancaire, où ils seront détenus jusqu'à leur échéance et auquel la valorisation à la valeur de marché s'applique rarement<sup>6</sup>. Ce rapport a le mérite de souligner une fois de plus la difficulté et les problèmes liés au recours à la valeur de marché en cas de perturbations sur les marchés. Toutefois, cette proposition induit un problème potentiel d'aléa moral si les banques sont autorisées à sortir leurs actifs à risque volatils de leur portefeuille de négociation pour les « immobiliser » dans leur portefeuille bancaire jusqu'à ce que le marché revienne à la normale.

À notre avis, il est crucial d'apporter aux utilisateurs de données comptables, tels que les régulateurs et les investisseurs, des informations qui leur permettent de mieux comprendre ce qui se passe et en quoi cela pourrait influencer sur leurs décisions. Les valeurs de marché ont une utilité et il faut sans aucun doute les communiquer. Cependant, il convient de leur adjoindre des informations supplémentaires afin que les utilisateurs puissent déterminer dans quelle mesure le recul des prix des actifs est imputable aux conditions du marché, et notamment à la liquidité, et dans quelle mesure on peut l'attribuer à des variations de la valeur actualisée des flux de revenus futurs anticipés. Si les utilisateurs de données comptables peuvent faire une distinction entre ces deux séries de facteurs, ils seront nettement mieux à même de décider de la marche à suivre. Cette suggestion correspond aussi à celle formulée par la Banque d'Angleterre, qui affirme que les auditeurs ont besoin de « recommandations faisant autorité » concernant l'application des règles de la comptabilité en juste valeur lorsque les prix sur les marchés sont déconnectés des fondamentaux<sup>7</sup>.

Quelles informations facilement disponibles peut-on utiliser à cette fin ? L'*International Accounting Standards Board* promulgue des normes internationales d'information financière, les *International Financial Reporting Standards* (IFRS), qui s'appliquent à toutes les sociétés cotées de l'Union européenne/Espace économique européen. Le *Financial Accounting Standards Board* définit des principes comptables généralement reconnus (*Generally Accepted Accounting Principles*, GAAP), qui, conjugués à la réglementation de la *Securities and*

*Exchange Commission* (SEC), déterminent la manière dont les sociétés doivent publier leurs résultats aux États-Unis. Les approches préconisées par ces deux corpus pour le calcul de la juste valeur des instruments financiers, exposées dans les normes IFRS 7 et FAS 7, sont analogues. Cependant, le second est plus précis<sup>8</sup>. Il distingue trois niveaux. Les valorisations de niveau un, qui doivent être utilisées quand cela est possible, reposent sur les prix observables sur des marchés liquides. Celles de niveau deux se fondent sur les prix à des dates proches ou sur les prix d'instruments très comparables, et il faut les employer si les évaluations de niveau un ne sont pas possibles. Enfin, les évaluations de niveau trois permettent de recourir à des modèles théoriques de valorisation. Par exemple, pour les titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities*), elles feraient intervenir des hypothèses concernant les taux de défaut et de perte. Les valorisations s'appuyant sur des modèles requièrent la communication des hypothèses de départ et sont employées quand celles de niveau un et deux ne sont pas disponibles.

Ces trois méthodes devraient, la plupart du temps, produire des résultats largement analogues. Dans de tels cas, il suffit alors de publier les valorisations de niveau un, fondées sur les prix observables sur des marchés liquides, comme c'est actuellement la pratique. Néanmoins, en période de crise, les différentes méthodes peuvent aboutir à des valeurs très éloignées. Dans l'exemple de la crise actuelle décrit ci-dessus, caractérisée par une chute de 30 % des prix de marché des tranches super-seniors notées AAA de CDO, les valorisations calculées à partir de modèles reposant sur des hypothèses plausibles aboutissent à des valeurs nettement supérieures. Au lieu de l'approche actuelle, qui consiste à ne recourir uniquement à la valorisation de niveau trois que lorsque les deux premières ne sont pas disponibles, il serait également possible de communiquer les valorisations de niveau trois dès lors qu'elles s'écartent significativement du résultat des deux autres, par exemple à partir d'un écart de 5 %. Dans un tel cas, il peut également se révéler utile de faire état des valorisations aux coûts historiques, qui sont plus objectives que les valorisations de niveau trois puisqu'elles se fondent sur un jeu limité d'hypothèses. La publication de plusieurs valeurs

6 Cf. Mackintosh (2008)

7 Cf. Giles et Tett (2008)

8 Cf. FMI (2008), chapitre 2, annexe 2.1

indiquerait aux régulateurs, aux investisseurs et autres utilisateurs qu'ils doivent s'intéresser de plus près à ce qui se passe sur les marchés concernés. Ces utilisateurs seraient ainsi mieux à même de juger si les banques et autres institutions financières sont solvables ou non et pourraient étudier de façon plus approfondie si ces institutions seront capables d'honorer leurs engagements à venir. Si tel est le cas, les régulateurs doivent probablement pratiquer une

forme de « tolérance » en autorisant les banques à ne pas déprécier leurs actifs autant qu'il serait nécessaire pour les ramener à leur valeur de marché, ce qui éviterait l'apparition d'une volatilité artificielle et son corollaire, une détérioration de la solvabilité. Il serait ainsi plus facile de résoudre le problème de procyclicité induit par la comptabilisation en juste valeur, car les banques n'auraient pas besoin de lever des capitaux supplémentaires.

*En conclusion, les deux parties au débat sur les mérites comparés de la comptabilisation en valeur de marché et aux coûts historiques avancent chacune des arguments convaincants. L'enregistrement à la valeur de marché fonctionne bien et reflète la plupart du temps la réalité de la situation. Cependant, en période de crise et de pénurie de liquidité, les valeurs de marché ne reflètent plus les rendements futurs et ne peuvent pas servir à évaluer la solvabilité des institutions financières, comme l'illustre la crise qui s'est amorcée fin juillet 2007. Dans de telles circonstances, ce sont les incitations à fournir de la liquidité, et non les fondamentaux, qui dictent les prix du marché. La comptabilisation en coût historique donne alors une meilleure indication de la véritable valeur des actifs. Cependant, elle ne rend pas compte de la dépréciation qui résulte de la détérioration de la valeur actualisée des flux de revenus futurs anticipés, comme le soulignent les tenants de la valorisation aux prix de marché.*

*Pour résoudre ce problème, nous proposons d'adapter la comptabilisation en valeur de marché à l'aide d'informations facilement disponibles. Lorsque les valorisations fondées sur des modèles et des hypothèses plausibles s'écartent de plus de 5 % (par exemple) des valeurs de marché, il convient alors de communiquer les résultats de ces deux types de valorisations, ainsi que la mesure classique à partir des coûts historiques. Les utilisateurs de l'information sauront alors qu'ils doivent étudier soigneusement la situation sur les marchés. Ce système n'est certes pas parfait, mais il est pratique et constitue une avancée par rapport à celui utilisé actuellement.*

## BIBLIOGRAPHIE

### **Allen (F.) et Carletti (E.) (2008)**

“Mark-to-market accounting and liquidity pricing”, *Journal of Accounting and Economics*, 45 (2-3), p. 358-378 (<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Allen-Carletti-MMA-200706-final.pdf>)

### **Allen (F.) et Gale (D.) (2007)**

“Understanding financial crises”, New York et Oxford : Oxford University Press, *Clarendon Lectures in Finance*

### **Bagehot (W.) (1873)**

“*Lombard Street: a description of the money market*,” Londres : H. S. King

### **Fonds monétaire international (2008)**

“*Global financial stability report*”, chap. 2, avril

### **Giles (C.) et Tett (G.) (2008)**

“*Bank of England sees credit hope*”, *Financial Times*, 1<sup>er</sup> mai

### **Guerrera (F.) et Hughes (J.) (2008)**

“*Banks calls for easing of rules*”, *Financial Times*, 22 mai

### **Mackintosh (I.) (2008)**

“*Fair value difficulty to define in a changing market*”, *Financial Times*, 22 mai

### **Tett (G.) (2008)**

“*Why triple A prices are out of sync with fundamentals*”, *Financial Times*, 2 mai, p. 22