

5^{èmes}
États
Généraux
DE LA RECHERCHE
COMPTABLE

11 décembre 2015

www.anc.gouv.fr



AVEC LE SOUTIEN DE :



POLICY PAPER

La « juste valeur », un mode de valorisation
« fiable et pertinent » ?

Didier MARTEAU, professeur d'économie à l'ESCP Europe

*La « juste valeur », un mode de valorisation « fiable et relevant » ?
Didier Marteau, professeur d'économie à l'ESCP Europe*

Parmi les recommandations les plus importantes du G20 de Pittsburgh de septembre 2009, consacré à la régulation financière, figuraient, d'une part, la réduction de l'aléa moral au sein des institutions financières réputées « systémiques » et, d'autre part, l'amélioration du processus de normalisation comptable supposé devenir plus transparent, plus cohérent et plus indépendant. Les deux sujets sont liés dans la mesure où le résultat comptable, s'il laisse trop de place à l'évaluation à la « juste valeur », peut être l'objet d'incitations à une estimation « orientée ». Le diagnostic est connu, et l'arbitrage comptable des banques d'investissement américaines sur les créances titrisées, avant le déclenchement de la crise des subprimes au printemps 2007, souvent dénoncé : octroi de crédits subprimes initialement valorisés à leur valeur nominale, cession de ces crédits à des SPV financés par émission de titres, achat de ces titres devenus actifs de trading et valorisés à la « juste valeur ». Tout écart positif entre la valorisation du portefeuille à la « juste valeur » et la valeur nominale des titres adossés est alors enregistré en profit et devient l'assiette de la rémunération variable. Or, sur un plan scientifique, il est impossible de donner un prix unique à un portefeuille de crédits dont la valeur dépend de la probabilité de défaut de chacun des émetteurs, de la corrélation entre les défauts et du taux de recouvrement en cas de défaut. Une distribution de prix est envisageable, pas un prix unique.

Six ans après Pittsburgh, les recommandations du G20 ont-elles été mises en application ? Il semble que la publication de la norme IFRS 13 en mai 2011, précisément consacrée à la mesure de la « juste valeur », soit une illustration marquante de la convergence entre l'IASB et le FASB, dont la nouvelle norme (remplaçant FAS 157) est très proche d'IFRS 13. Sur ce point, une certaine convergence peut être constatée, même si aujourd'hui le processus général de convergence n'est plus d'actualité. Mais le chemin pris en commun est-il le bon ? Si la norme IFRS 13 précise la définition de la « juste valeur », appelle à enrichir les informations données en annexe sur le mode de valorisation, et tout particulièrement dans le cas de l'utilisation du « mark to model », si elle améliore en conséquence la comparabilité des résultats, facilite le travail de contrôle des auditeurs et contribue à une meilleure interprétation des résultats, elle entérine cependant le choix de la « juste valeur » comme mode de valorisation comptable « relevant et fiable », choix hautement discuté. Comment peut-on sérieusement considérer « fiable » une évaluation comptable en « mark to model level 3 », reposant sur la prise en compte de paramètres « non observables » ? Face à des paramètres « non observables », la communauté scientifique procède à une estimation exprimée sous la forme d'une distribution de probabilités. Je donne souvent l'exemple des produits dérivés climatiques, dont l'évaluation est le plus souvent enregistrée en niveau 3. Que vaut un swap climatique 5 ans sur la température moyenne du mois d'août à Madrid, par lequel la banque paye par exemple une température fixe de 22°Celsius chaque année, et reçoit la température variable ? Dans la mesure où les contrats à terme climatiques cotés sur le CME (Chicago Mercantile Exchange) ont des échéances plus courtes que 5 ans, la duplication du swap par une somme de contrats « futures » est impossible et oblige à une évaluation « mark to model » sur la base d'anticipations de la température au mois d'août à Madrid sur les cinq prochaines années. Paramètres non observables, y compris par les meilleurs spécialistes de climatologie, conduisant à une valorisation du swap ne présentant aucune qualité de robustesse, et dont les variations latentes affectent cependant le résultat dans la norme IFRS 13. La plupart des produits titrisés de crédit entrent dans cette catégorie, enregistrés en « mark to model niveau 2 ou 3 ».

L'enjeu de cette réflexion n'est pas accessoire. Si on observe le bilan de la banque d'investissement Goldman Sachs publié en juin 2014, sur un total d'actifs valorisés en « fair value » de 800 milliards de dollars, moins de 1% est en « mark to market », et peut donc faire l'objet d'un contrôle efficace, contre 99% en « mark to model », dont 10 milliards enregistrés en niveau 3. Il ne faut évidemment pas s'arrêter à une lecture élémentaire : le passif est lui aussi

enregistré à la « juste valeur », dont les variations sont supposées compenser celles de l'actif, réduisant d'autant l'aléa sur le résultat. Mais il n'empêche que la question de l'enregistrement par résultat des variations de l'évaluation à la « juste valeur » des actifs et passifs n'est pas close, et devient une question politique dès lors que ce mode d'enregistrement participe à l'accroissement de la volatilité du résultat des institutions financières et peut entraîner des coûts collectifs non internalisés. La réglementation prudentielle Bâle III assoit par exemple le montant des fonds propres alloués à la couverture du risque de marché sur le calcul de la Value at Risk, perte maximale supportée par une banque sur son portefeuille de trading dans l'hypothèse d'un scénario de marché défavorable pendant 10 jours ouvrés. Que signifie la VaR si le portefeuille est principalement composé d'actifs et passifs valorisés au prix de modèle, et particulièrement sur la base de paramètres non observables ? Quelle est la robustesse du calcul, et in fine de la protection offerte par les fonds propres ? Au fond, la question ici posée est indirectement celle du cadre conceptuel. L'intérêt général est-il suffisamment protégé dès lors que le calcul des fonds propres réglementaires est assis sur une évaluation reposant sur des données et méthodes internes et difficilement contrôlables ?

I. Le diagnostic

I.1 L'assimilation de la « juste valeur » au prix de marché repose l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés de capitaux, mais néglige le « business model »

Sur un plan théorique, les partisans de la « juste valeur » s'abritent derrière la théorie de l'efficience informationnelle des marchés de capitaux, développée au début des années 70 par Eugène Fama, Professeur à l'Université de Chicago et lauréat du Prix Nobel en 2013, selon laquelle, sous l'hypothèse que toute l'information est incluse dans le prix présent, la meilleure estimation de la valeur d'un actif à un instant donné est son prix de marché. Si l'on pensait en effet que la valeur de l'actif était supérieure à son prix de marché, les opérateurs de marché achèteraient l'actif, dans l'espoir de le revendre plus cher, accroissant son prix jusqu'à sa valeur estimée. Le raccourci est rapide : puisque le prix de marché est la meilleure estimation de la valeur d'un actif à un instant donné, la « juste valeur » d'un actif est son prix de marché. Ce raccourci est en réalité un sophisme, l'apparence illusoire de la cohérence du raisonnement conduisant à une conclusion fautive. Conclusion fautive pour trois raisons.

D'abord, le raisonnement d'Eugène Fama s'inscrit dans une économie de pure échange, dans laquelle la détention d'actifs n'a d'autre motif que l'échange. Le prix d'un actif est ici la valeur d'échange, et non la valeur d'usage, pour reprendre la distinction d'Aristote :

« Toute propriété a deux usages, qui tous deux lui appartiennent essentiellement, sans toutefois lui appartenir de la même façon : l'un est spécial à la chose, l'autre ne l'est pas. Une chaussure peut à la fois servir à chausser le pied ou à faire un échange. On peut du moins en tirer ce double usage. Celui qui, contre de l'argent ou contre des aliments, échange une chaussure dont un autre a besoin, emploie bien cette chaussure en tant que chaussure, mais non pas cependant avec son utilité propre ; car elle n'avait point été faite pour l'échange. J'en dirai autant de toutes les autres propriétés ; l'échange, en effet, peut s'appliquer à toutes, puisqu'il est né primitivement entre les hommes de l'abondance sur tel point et de la rareté sur tel autre, des denrées nécessaires à la vie. »

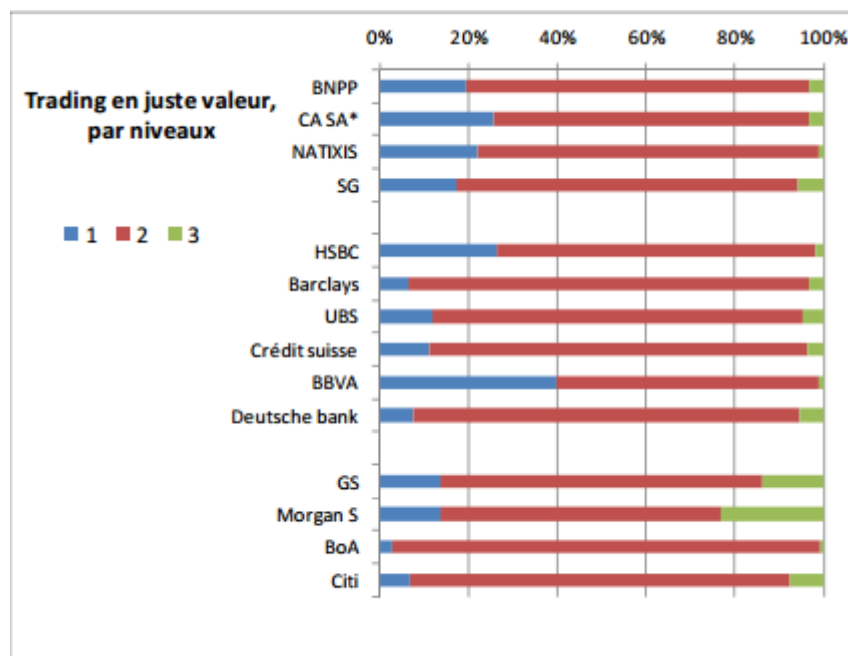
Valoriser au prix de marché le blé acheté par un fabricant de farine en tant que consommation intermédiaire et qui sera détruit dans le processus de production n'a évidemment aucun sens, comme l'a d'ailleurs reconnu le Président de l'IASB dans un discours prononcé aux journées IFRS organisées à Paris en juin 2015: « For many economic activities, we are not convinced that using fair value for measurement would lead to relevant information. The main reason is that the current market price of many assets is not of primary importance if such assets are being used in combination with other assets to produce goods or services. For example, it may not be extremely relevant to know the present market value of the robots of a car manufacturer if the company intends to keep them to produce cars. »

Ensuite, un prix de marché est associé à un volume de transaction, et non à un stock. On commet une erreur théorique en valorisant un stock, par exemple un portefeuille d'actifs de trading, par un prix associé à un volume de transaction qui ne représente qu'une fraction très faible du stock. C'est certes le cas très connu des prix de marché « distressed » dans l'hypothèse d'une crise de liquidité, mais la question se pose de manière plus générale. Si l'on prend le cas d'une obligation du secteur privé, on peut fragmenter son taux actuariel en trois éléments : le taux sans risque (supposons le taux de l'Etat !), le spread de crédit et le spread de liquidité, qui rémunère le risque de vente de l'actif à des conditions dégradées dans l'hypothèse d'une crise de liquidité. En cas de crise de liquidité précisément, il serait raisonnable de valoriser comptablement les actifs obligataires privés, qui n'ont aucune vocation à être cédés instantanément, en retirant le spread de liquidité qui obère leur prix. On pourrait alors reconstituer un prix – de modèle – en estimant uniquement le spread de crédit à partir des modèles ou instruments de marché existants (CDS, rating...), et en ajoutant à ce spread le taux des obligations d'Etat de même maturité.

Enfin, la question essentielle qui se cache derrière la « juste valeur » n'est pas tant celle du « mark to market » que de l'importance relative du « mark to model » dans l'évaluation des portefeuilles. Une question qui n'est pas nouvelle, puisque Jean-François Lepetit, ancien Président de l'ANC, dans son rapport sur « Le risque systémique » remis à Christine Lagarde en avril 2010, dénonçait déjà l'importance du « mark to model » dans l'évaluation des portefeuilles à la juste valeur. Il proposait même de « taxer les instruments de marché potentiellement illiquides dont on a vu qu'ils étaient les plus représentatifs des comportements à risque systémique. L'assiette correspondrait aux actifs et à certains passifs comptabilisés en catégories 2 et 3 du portefeuille de négociation » (Rapport sur le risque systémique, page 78, Documentation française, avril 2010). L'idée de l'ancien régulateur était au fond d'appliquer la taxe sur les transactions financières au portefeuille de trading évalué en « mark to model », dont la fragilité de l'évaluation porte une dimension systémique.

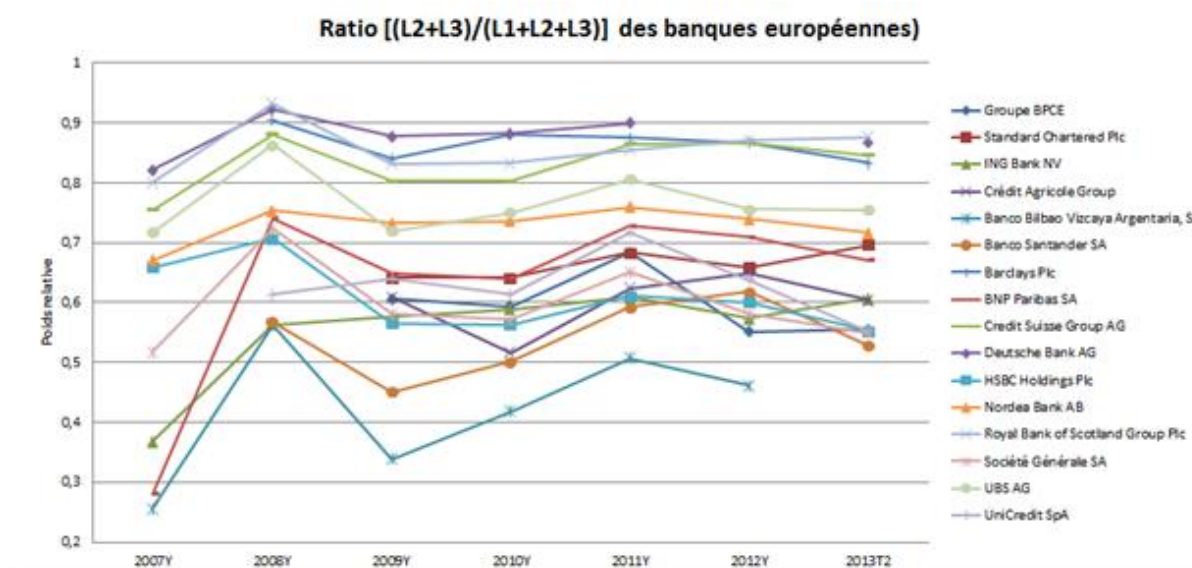
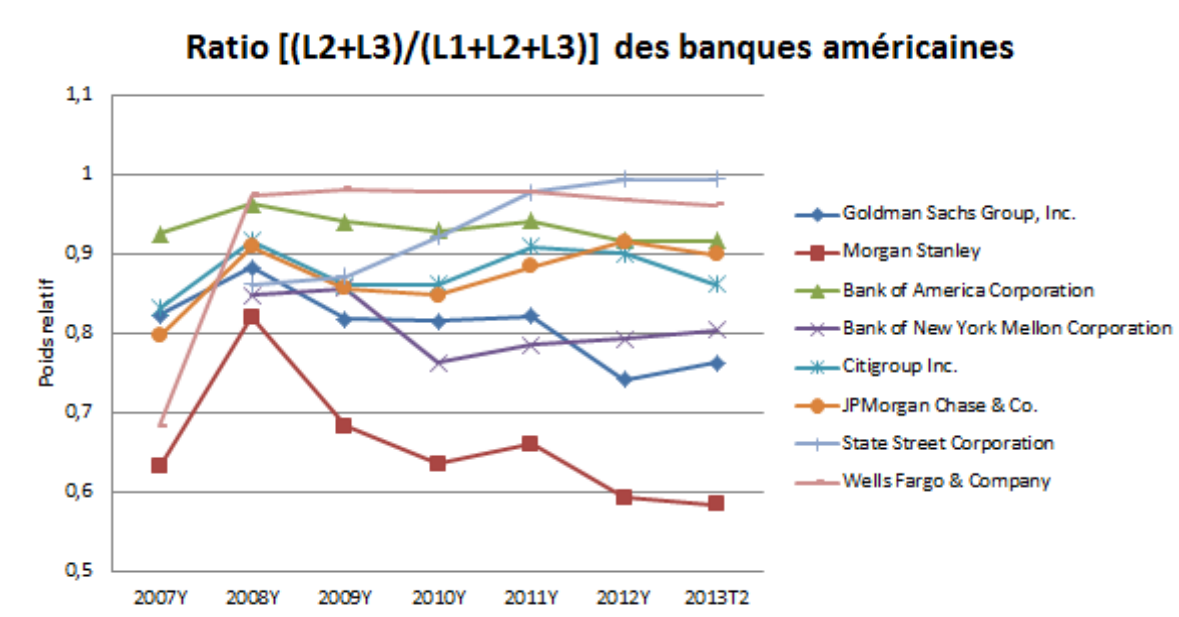
I.2 L'analyse des portefeuilles valorisés à la « juste valeur » révèle le poids dominant du « mark to model »

Le tableau ci-dessous, extrait du rapport, illustre la décomposition des actifs valorisés à la juste valeur par niveau :



Source : Rapport sur le risque systémique, J.F Lepetit, avril 2010

Sans entrer dans le débat souvent très vif sur la responsabilité des normes comptables dans l'accélération, et non certes pas le déclenchement, de la crise financière de 2007-2008, force est de constater que les normalisateurs comptables sont restés muets la question du « mark to model », les développements inscrits dans la norme IFRS 13 ne remettant à aucun moment en cause l'enregistrement des variations latentes dans le résultat. Tout au plus quelques recommandations sur la nécessité de produire en annexe des informations plus riches sur la méthode de calcul et l'origine des données, voire le cas échéant une incitation à effectuer un test de robustesse sur les hypothèses utilisées. La conséquence du statu quo comptable est l'accroissement du poids relatif des évaluations au prix de modèle depuis 2008, comme l'ont montré Laurent Clerc, Directeur de la Stabilité Financière à la Banque de France et Didier Marteau, dans un article paru dans la Revue d'Economie Financière en mars 2014 (« Juste valeur » et « prix de modèle » : une comparaison internationale de la structure des portefeuilles de trading et du ratio rentabilité/risque ». Les tableaux ci-dessous illustrent l'évolution du poids relatif du « mark to model » dans le total de l'évaluation des portefeuilles de trading, d'une part au sein des banques américaines, d'autre part chez les banques européennes. Ils confirment avec transparence que le comportement des banques d'investissement n'a pas été modifié depuis la crise, et que les banques européennes ont un ratio assez proche de celui des banques américaines :



Les chiffres indiqués concernent l'ensemble du portefeuille de négociation valorisé à la « juste valeur », dont le périmètre couvre les actifs « comptant » (actions, obligations, devises...) et les produits dérivés (contrats à terme, options, swaps...) et structurés (produits titrisés de crédit, tels les CDO, par exemple, ou produits structurés de taux d'intérêt). Dans la mesure où les produits comptant sont le plus souvent cotés sur des marchés liquides, et font donc l'objet d'une valorisation de niveau L1 (« mark to market ») le poids relatif du L2 et L3 sur le portefeuille de dérivés et structurés est encore plus important. A titre d'illustration, est ci-dessous présentée, extraite du rapport annuel 2014, la décomposition du portefeuille d'actifs dérivés valorisés en « fair value » de la banque Goldman Sachs :

\$ in millions	Level 1	Level 2	Level 3	Cross-Level Netting	Cash Collateral Netting	Total
Interest rates	\$123	\$ 800,028	\$ 483	\$ —	\$ —	\$ 800,634
Credit	—	47,190	7,658	—	—	54,848
Currencies	—	109,891	150	—	—	110,041
Commodities	—	28,124	866	—	—	28,990
Equities	175	58,122	634	—	—	58,931
Gross fair value of derivative assets	298	1,043,355	9,791	—	—	1,053,444

On note que le « mark to market », associé par erreur à la « juste valeur », ne représente que...0.03% (!) du total des valorisations d'actifs dérivés, le poids relatif des actifs niveau 3 approchant 1%. Ces chiffres, même s'ils doivent être corrigés pour tenir compte de la valorisation des passifs de couverture, ne peuvent laisser indifférent le régulateur bancaire.

La frontière entre le niveau L2 et L3 n'est pas étanche

Rappelons la définition des différents "niveaux" de valorisation des instruments financiers proposée par l'IASB:

Level 1: Financial assets and liabilities whose values are based on unadjusted, quoted prices for identical assets or liabilities in an active market

Level 2: Financial assets and liabilities whose values are based on their quoted prices in inactive markets, or whose values are based on models - but the inputs to those models are observable either directly or indirectly for substantially the full term of the asset or liability.

Level 3: Financial assets and liabilities whose values are based on prices or valuation techniques that require inputs that are both unobservable and significant to the overall fair value measurement. These inputs reflect management's own assumptions about the assumptions a market participant would use in pricing the asset or liability

Si le niveau 1 est clairement défini, la distinction entre le niveau 2 et le niveau 3 n'est pas étanche.. Comment distinguer un paramètre d'entrée "inobservable" (level 3) et un paramètre "observable de manière indirecte" (level 2) ? La valorisation des produits structurés de crédit illustre la fragilité de la frontière: alors que les paramètres de valorisation sont objectivement inobservables (probabilité de défaut des émetteurs, corrélation entre les défauts...), les produits de crédit, parmi lesquels CDS et CDO, sont essentiellement classés en niveau 2. Les probabilités de défaut peuvent en effet être extraites d'instruments financiers cotés, tels les obligations (conversion du spread de crédit en probabilité de défaut) ou les actions. Dans ce dernier cas, on peut par exemple utiliser le modèle de Merton, qui assimile une action à une option (call) sur la valeur des actifs de l'entreprise, dont le prix d'exercice est la valeur nominale de la dette. Du cours de l'action, il est en conséquence possible de déduire la volatilité de la valeur des actifs et de déduire la probabilité que celle-ci descende sur un horizon donné au-dessous de la valeur de remboursement de la dette, signal du défaut. Cette probabilité de défaut, extraite d'un modèle, peut alors alimenter la valorisation des produits de crédit et légitimer leur présence majoritaire en niveau 2. Mais, elle reste en réalité un input inobservable, dont la fiabilité est au moins discutable en raison des hypothèses associées à son estimation.

Analyse critique d'IFRS 13 et réponses des normalisateurs

Dans un document de présentation de la norme IFRS 13 (« IFRS 13, Fair value measurement », juin 2013) Steeve Cooper, membre du Board de l'IASB, relève les critiques couramment

adressées à la juste valeur et répond à chacune d'entre elles. Je propose d'analyser les réponses proposées en regroupant les critiques autour de trois grandes familles.

II.1 La fragilité d'évaluations reposant sur l'utilisation de données extraites de marchés peu liquides ou de paramètres non observables transforme le résultat comptable en un signal biaisé pour les investisseurs

Il y a au fond trois manières d'apprécier le prix d'un actif/passif valorisé à la « juste valeur ». S'il s'agit d'une position ouverte dans une perspective de trading, alors le prix de marché, sous l'hypothèse que celui-ci est suffisamment liquide, peut être la référence utilisée. Ce choix repose cependant sur l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés, selon laquelle la meilleure estimation de la valeur d'échange d'un actif est son prix de marché. L'hypothèse sous-jacente est que toute l'information, passée, publique et privée, est incluse dans le prix présent. Selon Fama, selon le degré d'intégration de l'information dans le prix de marché, celui est efficient au sens faible (information passée), semi-forte (information publique) et forte (information privée ou privilégiée). Si le marché est efficient au sens fort (« strong form informational efficiency »), aucune information ne peut permettre à un opérateur de considérer que le prix de marché est sous-évalué ou sur-évalué. Si une telle information existait, elle serait déjà intégrée dans le prix. De telle sorte, selon Fama, que l'espérance de variation du cours est nulle, confortant l'idée que le prix de marché est la meilleure estimation de la valeur d'échange d'un actif. C'est d'ailleurs cette hypothèse qui sous-tend l'évaluation des options, le processus suivi par le rendement de l'actif sous-jacent étant supposé « gaussien », et son évolution dans le temps décrite par une succession de tirages dans une loi Normale. En ce sens, les partisans de l'IASB ont un cadre théorique rigoureux et indiscutable, à supposer cependant que les hypothèses qui lui sont associées soient vérifiées et que l'actif ou le passif soient bien détenus à titre de valeur d'échange, et non de valeur d'usage. Reste cependant à traiter le cas des marchés non liquides, sur lesquels la proposition d'extraire le spread de liquidité obérant le prix des actifs paraît légitime.

La norme IFRS définit le prix de marché qui doit être appliqué à l'évaluation de la position. Personne ne peut contester la nouvelle proposition, qui consiste à choisir un « prix de sortie », prix « bid » s'il s'agit d'un actif, prix « offer » s'il s'agit d'une dette.

Le second mode d'estimation de la valeur d'une position, si celle-ci n'est pas négociable sur un marché, est la méthode de duplication. Il est en effet possible de « dupliquer » certains instruments financiers par la combinaison de plusieurs autres, dont le prix doit être par arbitrage égal à celui de l'instrument dupliqué. Illustrons cette méthode par un exemple très simple. Supposons qu'une banque ait dans son portefeuille de dérivés un swap de blé sur 10 000 tonnes d'échéance 9 mois, payeur chaque trimestre d'un prix fixe de 200 euros/tonne et receveur du prix variable. Le swap en lui-même est peu liquide, mais peut être « dupliqué » par l'achat de trois contrats à terme trimestriels sur un marché « future », dont la liquidité est plus importante. Si les prochains contrats « future » cotent respectivement 210, 220 et 230 euros, la valeur du swap s'écrit simplement comme la valeur actualisée de 10, 20 et 30 euros par tonne, soit 100 000, 200 000 et 300 000 euros. Un swap de matières premières est en effet « équivalent » à une série de contrats à terme, et peut être évalué par duplication en l'absence de prix de marché. Il en est de même pour une option sur un marché non liquide, qui peut être « répliquée » par un portefeuille composé d'un emprunt et de l'achat d'une certaine quantité d'actifs sous-jacents appelée delta. Le prix de l'option est alors le prix du portefeuille de réplification. On peut aussi dans le cas d'une option utiliser (plus simplement !) un modèle dominant (Black-Scholes par exemple) et lui appliquer les paramètres (volatilité

principalement) d'un actif proche du sous-jacent de cette option. L'évaluation par duplication est le plus souvent enregistrée en niveau 2

La dernière méthode s'applique quand les deux premières ne permettent pas l'évaluation de la position. C'est le cas des produits structurés de crédit, tels les CDOs, qui sont des portefeuilles de crédits non répliquables. Dans ce cas, on utilise un modèle le plus souvent probabiliste, dont les paramètres sont fréquemment non observables (probabilités de défaut, corrélations entre les défauts, taux de recouvrement en cas de défaut...). L'évaluation qui en résulte est entourée d'un aléa qui peut être très large, et son expression par un prix unique n'a aucune légitimité scientifique. En conséquence, affecter au résultat les variations latentes d'une évaluation au prix de modèle résulte d'une norme comptable dont la prise en compte de l'intérêt général n'est pas évident, et renvoie à la question du cadre conceptuel et à celle, associée, de l'identité des utilisateurs finaux du résultat comptable.

La réponse apportée par l'IASB à la question de la valorisation des actifs/passifs au prix de modèle illustre un certain détachement à l'égard de cette question. Certes, les défenseurs de l'IASB affirment que la question de l'enregistrement en résultat des variations de « mark to model » doit être distinguée de celle de l'indexation des rémunérations sur le résultat, qui renvoie à la responsabilité des dirigeants et à l'éthique. Ce point de vue est acceptable, mais il admet implicitement que le signal renvoyé par le résultat est biaisé et nuit à une allocation optimale du capital, objectif pourtant affiché par les normalisateurs qui ne cessent d'affirmer qu'ils s'adressent en priorité aux investisseurs. Un paradoxe un peu étonnant...

Criticisms	Our response
Information constraints (for example, few deep and liquid markets)	<ul style="list-style-type: none">The lack of market data or other key information is a global constraint, rather than a regional one.Even when limited information is available, fair value measurements can still be performed.

II.2 La « juste valeur » induit une volatilité « comptable » et « comportementale »

L'analyse micro-économique du comportement des opérateurs de marché conduit à l'affirmation, établie à ce jour sur une base empirique, que la « juste valeur » accroît la volatilité du résultat. Cette affirmation repose sur deux arguments :

- d'une part, les opérateurs de marché dont les positions sont en « mark to market » ont tendance à accélérer les ventes d'actifs dès que le marché baisse, afin de ne pas supporter dans le résultat une perte latente. Ces ventes, appelées « fire sales », ont pour conséquence d'accélérer le mouvement de baisse, de créer une éventuelle crise de liquidité et de contribuer à éloigner le prix de marché de la valeur fondamentale de l'actif. L'écart entre le prix « fondamental » et le prix de marché est le spread de liquidité, qui peut atteindre dans certaines circonstances un niveau important. Ces « fire sales » ont deux conséquences assimilables à des externalités négatives. D'une part, elles créent un biais sur le signal donné par le prix de marché et empêchent les investisseurs d'allouer leur capital de manière optimale. D'autre part, elles accroissent la volatilité du résultat, dégradent les fonds propres, et finalement accroissent l'incertitude des investisseurs, mais aussi de toutes les contreparties de la banque, obligées de réviser à la hausse leur risque de contrepartie sur les engagements dérivés ou comptant (prêts interbancaires par exemple), voire des déposants. L'accroissement

du risque, sans ajustement du rendement, est assimilable à un coût collectif. Dans un article récent, « Marking to market versus taking to market » (juin 2015), Guillaume Plantin et Jean Tirole placent au coeur de leur modèle l'hypothèse d'un comportement asymétrique des opérateurs de marché, déclenchant rapidement des ventes lorsque le marché baisse et que les positions sous-jacentes sont en « mark to market », et au contraire conservant les positions dans le même scénario de marché, mais lorsque celles-ci sont enregistrées au coût historique. Le débat comptable rejoint ici la question de l'aléa moral, les agents non exposés au risque de marché (hypothèse du coût historique en cas de baisse du marché) se comportant de manière plus risquée que les agents exposés (enregistrement des pertes latentes dans le résultat comptable). Dans un article plus ancien (« Fair value accounting and financial stability », G. Plantin, H. Sapra, H. Chin, Revue de la Stabilité Financière, octobre 2008), les auteurs montraient que les « ventes-panique » associées à la juste valeur ont pour principaux sous-jacents les titres obligataires longs, les titres senior et ceux dont le marché est peu liquide. Un tel résultat est attendu, le risque de marché étant d'autant plus important que le titre obligataire est long (la durée des titres longs est plus élevée que celle des titres courts), son risque de crédit important (on se débarrasse vite des titres dont la notation est faible, pouvant descendre au-dessous « d'investment grade ») et le marché peu liquide. Cette volatilité ne reflète pas tant la déformation des conditions réelles de l'économie qu'un comportement de type mimétique de crainte des pertes latentes. On pourrait ajouter, parmi les effets des « ventes-panique », les conséquences défavorables de procyclicité induite par la réglementation prudentielle. La baisse du résultat entraîne une réduction des fonds propres réglementaires, qui à son tour oblige à des ventes d'actifs risqués, plus rapides à réaliser qu'une levée de fonds propres, entraînant une baisse des cours, puis du résultat latent, des fonds propres.... Certes, cette critique a été largement exprimée après la crise des subprimes et la réglementation prudentielle en conséquence largement modifiée, à l'aide de fonds propres « coussins », dans l'objectif d'enrayer la mécanique de procyclicité.

- d'autre part, les opérateurs dont les positions sont enregistrées au coût historique, ont intérêt à réaliser les gains latents, c'est-à-dire à vendre leurs actifs en cas de hausse des cours. De ce fait, leur comportement est contra-cyclique, dans la mesure où ils vendent quand le marché monte. Dans la mesure où le coût historique incite les opérateurs à ne pas vendre quand le marché baisse et à vendre quand le marché monte, l'impact de ce mode d'enregistrement comptable contribue moins, toutes choses égales par ailleurs, à la volatilité du marché et contribue à la stabilité financière. Le débat n'est cependant pas clos, dans la mesure où les provisions enregistrées en cas de dégradation de la valeur des actifs sont assimilables à l'enregistrement de pertes latentes, et contribuent à la volatilité du résultat. Mais en dehors des reprises de provision, qui peuvent introduire un élément de volatilité, l'impossibilité – aujourd'hui – de valoriser les crédits en enregistrant des gains latents, symétriques des provisions, limite les effets du coût historique sur la volatilité du résultat comptable. Pour combien de temps ?

La position des normalisateurs sur la question de l'impact du système d'enregistrement comptable sur la volatilité du résultat est attendue : la volatilité du résultat n'est que le reflet de la volatilité de la valeur des actifs/passifs :

Volatility introduced in reported income	<ul style="list-style-type: none">• Fair value reflects the underlying economic volatility of the assets and liabilities themselves.• For earnings to be informative to investors, they need to reflect this volatility.
Procyclicality	<ul style="list-style-type: none">• Procyclicality is a natural consequence of an economic downturn. Amplified by fair value? From 2004–2006 banks held c. 50% assets not subject to fair value and prudential filters neutralised the effect to Tier 1 capital of some fair value gains and losses.

Cette réponse peut être discutée sous trois perspectives :

- en acceptant que le résultat des banques soit en partie déterminé par le changement de valorisation comptable des actifs et passifs, la volatilité du résultat traduit-elle la volatilité des déterminants économiques de l'évaluation ou celle du comportement des acteurs, prompts par exemple à déclencher des ventes quand leurs positions sont valorisées à la « juste valeur » ? Sous la première hypothèse, la réponse des normalisateurs est légitime, pas sous la seconde hypothèse.
- La volatilité du résultat associée à un changement du spread de crédit d'une entreprise sur sa propre dette est-elle la traduction directe de la volatilité des déterminants économiques de la performance de l'entreprise ? La réponse est clairement négative, d'autant, mais l'effet mécanique est connu, qu'une dégradation du spread réduit la valeur de la dette émise, inscrite au passif, et permet donc de dégager un résultat positif. Certes, les gains latents sont désormais enregistrés dans le résultat « Other Comprehensive income », mais cet artifice comptable ne retire pas le trouble à l'égard d'une norme qui conduit à enregistrer en résultat un gain croissant avec le rapprochement de l'entreprise vers le défaut. La norme autorisant l'enregistrement de gains associés à la dégradation de sa propre dette repose sur une erreur économique. En cas de dégradation de la qualité de crédit, l'entreprise peut en effet racheter sa dette à un cours inférieur à la valeur nominale et enregistrer un gain comptable. Mais l'entreprise doit remplacer sa dette et émettre aux nouvelles conditions, dégradées, du marché. Le taux d'intérêt émetteur a augmenté, l'entreprise réalisant alors une perte économique égale à la valeur actuelle, sur la durée de la dette, de la différence des taux d'intérêt sur la nouvelle et l'ancienne dettes. Soit exactement le gain comptable enregistré lors du rachat de sa dette. En d'autres termes, l'opération de rachat de dette revient à échanger un gain comptable instantané contre une perte strictement équivalente, mais diluée dans le temps. Sur un plan strictement économique, il n'y a aucun gain, et la volatilité du résultat n'est que factice.
Chacun a en mémoire les gains réalisés lors du troisième trimestre 2011 par quelques banques d'investissement sur la dégradation de leur qualité de crédit. Cinq banques d'investissement américaines, Citigroup, Bank of America, JP Morgan, Morgan Stanley et Goldman Sachs ont annoncé des gains sur dégradation de leur dette représentant 4/5 des profits de la période, estimés à 16 milliards de dollars. Sur la même période, Barclays, HSBC et Royal Bank of Scotland annonçaient des gains de crédit sur leur dette de 10 milliards de livres, contre une perte de 2.7 milliards un an plus tôt. Peut-on affirmer que la volatilité du résultat reflète celle des déterminants économiques de la performance des institutions considérées ?

- L'accroissement de la volatilité du résultat, expliquée par la conjonction des paramètres comptables et comportementaux, a pour effet d'augmenter l'occurrence de défauts bancaires et la probabilité d'une crise systémique. Elle doit alors être considérée comme une externalité négative.

II.3 Les exigences supplémentaires en matière de transparence sur les évaluations ne valident pas le principe de l'enregistrement en « mark to model »

La norme IFRS 13 renforce les exigences sur la transparence des informations relatives aux évaluations au prix de modèle. Elle impose, d'une part, que soient communiqués en annexe les paramètres d'entrée, observables et non observables, utilisées pour les évaluations au prix de modèle, d'autre part, que soit décrite l'architecture des modèles développés ou utilisés. Elle oblige aussi à la publication en annexe d'un test de sensibilité aux paramètres d'entrée, afin de mesurer l'amplitude de l'estimation des valorisations inscrites en résultat. Il s'agit certes d'un progrès, mais l'évaluation des positions niveau 3, voire 2, par un prix unique, a-t-elle une légitimité scientifique ? Analysons le rapport sur la sensibilité des évaluations de la banque RBS, inscrit dans les annexes du rapport annuel de l'exercice 2014 :

30 June 2014	Level 1 £bn	Level 2 £bn	Level 3 £bn	Total £bn	Level 3 sensitivity	
					Favourable £m	Unfavourable £m
Assets						
Loans and advances to banks	-	37.1	0.3	37.4	20	(10)
Loans and advances to customers	-	71.0	0.2	71.2	20	(30)
Debt securities	55.5	36.6	1.8	93.9	130	(60)
Equity shares	6.1	0.9	0.4	7.4	60	(60)
Derivatives	0.1	273.2	3.1	276.4	340	(180)
	61.7	418.8	5.8	486.3	570	(340)
Proportion	12.7%	86.1%	1.2%	100%		
Liabilities						
Deposits by banks and customers	-	111.9	0.2	112.1	-	(10)
Debt securities in issue	-	18.4	1.2	19.6	30	(40)
Short positions	34.3	4.7	-	39.0	-	-
Derivatives	0.1	268.2	2.5	270.8	120	(120)
Subordinated liabilities	-	0.4	-	0.4	-	-
	34.4	403.5	4.0	441.9	150	(170)
Proportion	7.8%	91.3%	0.9%	100%		

L'estimation comptable du portefeuille valorisé à la juste valeur en L3 est de 5.8 milliards de sterlings, avec un ajustement favorable de 570 millions, soit près de 10%, et un ajustement défavorable de 340 millions, soit environ 6%. Ces chiffres sont aussi à comparer au résultat net de RBS, égal à 1.4 milliards au premier semestre 2014 et 600 millions au premier semestre 2013, les ajustements défavorables représentant respectivement 24% et 57% du résultat, les ajustements favorables 41% et...95%. Sur un plan théorique, valoriser une position incertaine par son espérance, sans prise en compte du risque, est une erreur. Illustrons l'idée par un exemple trivial. On vous propose un jeu de pile ou face, dans lequel vous gagnez 1 million d'euros avec une probabilité de 50% et perdez simplement 999 999 euros avec la même probabilité. Quel est le prix de ce jeu ? S'il est valorisé par son espérance mathématique, l'entrée dans le jeu coûte 0.5 euro. Mais qui accepterait de jouer en payant cette somme ? Un agent indifférent vis-à-vis du risque, qualifié de risque-neutre dans la théorie économique,

mais pas un agent conscient du risque ou « risk averse ». Il faudrait qu'on verse à ce dernier une somme importante pour qu'il accepte de jouer. Il en est de même avec les valorisations au prix de modèle : la valorisation proposée est une espérance, et ne reflète donc pas la valeur de l'actif, qui doit être minorée d'une prime de risque.

III. Éléments de réflexion sur l'ajustement des normes IFRS 9 et IFRS 13

Le débat sur la « juste valeur » abrite en réalité deux questions articulées, mais très différentes. La première, volontairement mise en avant par les instances de normalisation comptable, est celle du dosage optimal entre le coût historique et la « juste valeur ». Question importante, mais qui cache en réalité derrière elle celle, plus fondamentale, des modalités d'estimation de la « juste valeur », à tort assimilée au prix de marché. La réponse à ces deux questions se trouve certes dans un ajustement des normes comptables, mais la dimension potentiellement systémique des évaluations au prix de modèle peut aussi conduire à des propositions complémentaires issues d'une réflexion sur l'internalisation des externalités négatives.

III.1 Adosser le mode d'évaluation comptable des opérations et positions au « business model »

« Modèle de la valeur ajoutée » et « modèle de négoce »

Le choix entre la comptabilité au coût historique et la comptabilité à la « juste valeur » renvoie à la définition de la performance. Si l'on reprend la terminologie de Roger Marshall et Andrew Lennard⁽¹⁾, le modèle de la « valeur ajoutée (« value added model »), dans lequel l'entreprise a pour mission fondamentale de transformer des consommations intermédiaires en produits finis, implique une comptabilité au coût historique, ajusté d'éventuelles provisions. En revanche, le modèle de « changement de prix » (« price change model »), qui décrit principalement l'activité des sociétés de négoce, des fonds d'investissement et des desks de trading des banques, implique assez naturellement une comptabilité à la « juste valeur », même si le piège à éviter est l'assimilation de la « fair value » au prix de marché. L'activité de prêts des banques entre évidemment dans le champ du « modèle de la valeur ajoutée ».

Cette "bifurcation" raisonnable n'est pas celle retenue par l'IASB, dont la norme IFRS 9, si elle prend certes en compte de manière explicite le "business model", donne cependant à la "juste valeur" le statut de mode d'évaluation par principe. La "juste valeur" s'applique désormais automatiquement aux dérivés et actions, et seule la dette détenue à l'actif ou figurant au passif peut être valorisée au "coût amorti". L'enregistrement de la dette au « coût amorti » est cependant subordonné au respect de deux conditions, d'une part, que l'instrument ait passé avec succès un test sur la "contractualisation" de ses cash flows (cas des obligations à taux fixe ou à taux variable, mais pas des obligations convertibles qui ont une composante optionnelle), et que, d'autre part, l'entreprise n'ait pas retenu l'option de "juste valeur" par OCI. L'enregistrement de sa propre dette à la juste valeur est donc toujours possible, le gain résultant d'une dégradation du spread de crédit étant cependant enregistré en OCI et non plus dans le compte de résultat (paragraphe 5.7.7.a de la norme IFRS9).

¹ The reporting of income and expense and the choice of measurement bases », contribution à l'Accounting accounting forum de juin 2014)

Dans un document publié en juillet 2015², l'EFRAG semble donner crédit à la segmentation des « business models » proposée par Marshall et Lennard, même si on peut regretter l'assimilation implicite de la « juste valeur » au « current price » :

THE REPORTING OF INCOME AND EXPENSE AND THE CHOICE OF MEASUREMENT BASES

The paper by Marshall and Lennard also considers that the business model should have an impact on measurement. The paper suggests that, for the purpose of the Conceptual Framework, business models should be classified into two categories:

- a) 'Value-added' businesses, in which an entity obtains inputs from suppliers and employees and, usually after some kind of process, uses those inputs to provide goods and services to customers from which revenue is obtained (for example, those used by retailers, manufacturers, service providers and commercial banks).
- b) 'Price change' businesses, in which an entity acquires assets (and sometimes liabilities) in order to benefit from gains resulting from changing their value (for example, those used by commodity dealers, investment funds and some other financial activities).

The paper explains that a cost-based measurement basis generally² should be applied to assets and liabilities within value-added businesses, whereas current market prices should generally be used for entities in price change businesses so as to assess their financial performance.

Or, l'analyse du bilan des banques d'investissement montre que plus de 90% du portefeuille de dérivés est valorisé au prix de modèle, avec des pourcentages allant à 99%, une fraction étant estimée sur la base de paramètres non observables (L3). Dans le portefeuille des banques d'investissement, les valorisations au prix de marché sont marginales, remettant en cause l'assimilation de la « juste valeur » au prix de marché.

Dans le modèle de négoce, la « fair value » n'est en réalité pas le prix de marché

Le niveau 2 de valorisation est applicable lorsque l'actif (passif) n'est pas coté sur un marché liquide. On utilise alors un modèle d'évaluation dont les paramètres peuvent être extraits du marché, et donnent au résultat l'apparence d'une estimation fiable. Prenons l'exemple d'une option sur action de maturité 3 ans, vendue par un desk de trading et non cotée sur un marché standardisé. Chacun sait que le prix d'une option, dans le cadre du modèle de Black-Scholes, dépend d'une seule variable non observable, la volatilité. Imaginons que le marché cote des options sur l'action sous-jacente, mais de maturité 1 an, avec un niveau de volatilité de 20%. Nous sommes dans le cas précis d'une évaluation de niveau 2. Mais peut-on entrer comme input de l'option à 3 ans la volatilité de l'option à 1 an ? Non, bien sûr, pour deux principales raisons. D'une part, la volatilité à 3 ans dépend certes de la volatilité à 1 an, mais aussi de la volatilité forward à 2 ans dans 1 an, sur laquelle l'évaluateur n'a aucune indication. D'autre part, la volatilité dépend, certes de manière apparemment paradoxale, du prix d'exercice de l'option. Or le prix d'exercice de l'option cotée sur le marché est peut-être très différent de celui de l'option que l'on cherche à évaluer. Ces deux observations conduisent à affirmer dans le cas discuté que l'évaluation niveau 2 de l'option est entourée d'un double aléa et que son

² "Getting a better framework: profit or loss versus OCI", Bulletin EFRAG juillet 2015

expression sous la forme d'un prix unique est fragile pour servir de base à l'enregistrement d'un profit ou d'une perte.

La fragilité des estimations niveau 2 et 3, au moment où semble réaffirmé le principe de prudence, doit conduire à proposer d'enregistrer les variations de « juste valeur », non pas en résultat, mais soit en annexe, soit en OCI. L'investisseur dispose alors des éléments d'information pour recomposer lui-même le résultat.

III.2 Enregistrer les variations latentes de juste valeur en OCI, et non plus en résultat, y compris celles du portefeuille de négoce (trading): ne pas agréger résultat latent et résultat réalisé

L'inconvénient majeur de l'enregistrement des variations de juste valeur niveau 2 et 3 en annexe ou dans le compte OCI est l'asymétrie entre la comptabilité des positions entrant dans cette catégorie et celle de leur couverture. La pratique des banques est par exemple de couvrir leur portefeuille d'options à delta neutre. Imaginons, dans le cas introduit dans le paragraphe précédent, que la banque couvre le call (option d'achat) vendu par l'achat d'actions (niveau 1, soit prix de marché). Peut-on imaginer d'enregistrer les variations de l'option en annexe ou en OCI et celles de la couverture en résultat ? Une telle solution retirerait toute signification au résultat. Il y a donc nécessité d'enregistrer dans le même compte les variations de valeur des actifs/passifs et de leur couverture, le compte OCI paraissant une destination légitime. La mise en œuvre de cette proposition suppose donc le résultat latent de toutes les positions, qu'elles soient valorisées en L1, L2 ou L3, soit déversé en OCI, et pas uniquement, pour éviter toute asymétrie, les positions valorisées au prix de modèle.

L'intérêt complémentaire de cette proposition est que le résultat latent, quelle que soit son origine, prix de modèle ou prix de marché, ne serait désormais plus agrégé au résultat réalisé, améliorant la transparence de la mesure de performance. Il serait de la responsabilité de l'analyste d'agréger résultat latent et résultat réalisé et de donner une interprétation au chiffre "global". Il appartiendrait au management des banques d'indexer la rémunération variable sur le résultat ou sur l'OCI, mais il s'agit là d'une décision qui ne reposerait plus sur la publication d'un résultat agrégeant de manière confuse des éléments certains et aléatoires. Doit-on verser une rémunération intermédiaire au joueur de poker qui, après quelques distributions, a réalisé un gain ? La question posée est celle de l'horizon de la performance, et les institutions bancaires, suite aux recommandations du G20 de Pittsburgh, ont commencé à modifier l'assiette des bonus en les indexant par exemple, non plus sur le résultat de l'année, mais sur la moyenne des résultats sur une période pluriannuelle. Certes, le résultat moyen contient toujours des éléments latents, en conformité avec les normes comptables actuelles, mais le risque d'aléa moral est moindre.

Pour rappel, le texte du G20 de Pittsburgh relatif à la rémunération des opérateurs de marché: "Reforming compensation practices to support financial stability: excessive compensation in the financial sector has both reflected and encouraged excessive risk taking. Reforming compensation policies and practices is an essential part of our effort to increase financial stability".

Ne plus enregistrer les variations latentes des positions valorisées à la juste valeur dans le compte résultat ne signifie pas revenir au coût amorti

L'enregistrement en OCI des positions latentes, indépendamment de leur niveau, L1, L2 ou L3, serait une réponse à ceux qui défendent la juste valeur en soulignant - avec raison - les limites du coût amorti. Il ne s'agit pas de considérer que la valeur d'un instrument financier complexe valorisé au prix de modèle est mieux appréhendée par sa valeur "d'entrée" que par sa "juste valeur", mais de déverser les variations latentes dans un compte distinct du compte de résultat.

Notre proposition permet de réconcilier les partisans de la juste valeur, qui restera le mode d'enregistrement des positions ouvertes dans le cadre d'une activité obéissant au "modèle de négoce" et les partisans du coût amorti, qui ne verront plus les valorisations latentes contribuer au résultat.

III.3 Inscrire la stabilité financière au sein du cadre conceptuel

Au-delà de la question inévitablement soulevée de l'aléa moral, se pose celle des conséquences du « mark to model » sur la stabilité financière. La réglementation prudentielle oblige les banques à allouer des fonds propres à la couverture du risque de marché, dont le montant a été très longtemps estimé à partir de la Value at Risk (VaR), mesure de la perte maximale, à l'intérieur d'un intervalle de confiance donné (99%), en cas d'évolution défavorable des marchés sur une période donnée (10 jours ouvrés). Si le calcul de la VaR d'un portefeuille dont les positions peuvent être retournées sur un marché liquide est facile et contrôlable sur le plan méthodologique, que signifie la VaR d'un portefeuille valorisé au prix de modèle ? Comment mesurer la volatilité d'un paramètre non observable ? Comment mesurer la corrélation entre deux paramètres non observables ? L'incitation du système de la « juste valeur » à la fabrication de produits structurés complexes, dont la valorisation repose parfois sur des données et modèles internes, conduit à la constitution de fonds propres de couverture dont la dimension aléatoire est importante. Dans son rapport à Christine Lagarde, en 2010, Jean-François Lepetit avait mis en perspective les fonds propres alloués à la couverture du risque de marché et les résultats de l'activité de trading. Les ratios, exprimés sous la forme d'un « return on equity », atteignaient des niveaux largement supérieurs à 100%, qui conduisaient l'auteur à recommander le suivi de ces indicateurs micro-économiques comme indicateurs avancés du risque systémique.

A titre d'illustration, le ratio résultat de trading sur fonds propres réglementaires d'une grande banque d'investissement anglo-saxonne approchait 1000%... Comment trouver le bon équilibre entre un système comptable qui incite à l'émission de produits complexes difficiles à valoriser et dont les variations latentes sont cependant déversées dans le résultat, et un système qui ne prend en compte que de manière ponctuelle, et uniquement à travers les provisions, les variations de valeur des actifs et passifs, renvoyant une image biaisée du résultat ?

Il faut admettre qu'aucun système n'apporte et n'apportera une réponse satisfaisante. L'abandon de la juste valeur serait probablement un frein au processus d'innovation financière et en conséquence assimilable à un coût collectif. Son maintien fait courir le risque d'évaluations entourées d'aléas et accroît l'exposition des économies au risque systémique. Deux solutions peuvent alors être avancées.

La première, d'inspiration « pigovienne » consiste à laisser les banques valoriser l'essentiel de leur portefeuille sur la base de prix de modèle, avec enregistrement des variations latentes en résultat, mais à taxer les portefeuilles sous-jacents sur l'hypothèse qu'ils sont une source

d'accroissement du risque systémique et donc d'externalités négatives. Au moment où l'Europe discute des modalités de la future taxe sur les transactions financières, l'idée d'une taxe Pigou, et non Tobin, sur le portefeuille L3 ou (L2+L3) est une proposition inscrite dans un cadre théorique.

La seconde solution serait une synthèse entre les deux systèmes d'enregistrement, consistant à inscrire les variations latentes de juste valeur du portefeuille (L2+L3) dans le compte OCI, et non de les enregistrer en résultat. Les analystes et investisseurs disposeraient de l'information nécessaire pour estimer ce qu'ils considéreraient être le « résultat », et l'incitation à la fabrication de produits complexes obéirait plus à une logique d'intérêt général que de maximisation de l'intérêt individuel. Il serait alors de la responsabilité des dirigeants de choisir un résultat latent non enregistré comme base de la rémunération variable...