

Jean Paul Caudal
Directeur du département
Supervision bancaire et comptable
Fédération Bancaire Française

08.02.2012

Propagation des crises financières : la comptabilité a-t-elle joué un rôle procyclique ?

Bien évidemment, la crise n'a pas pour origine la comptabilité. A l'évidence, elle est partie de l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis, sur laquelle reposaient des pratiques de crédit et de titrisation extrêmement contestables. Néanmoins, il faut expliquer pourquoi un encours douteux de l'ordre de 700 milliards de dollars a déclenché en moins d'un semestre la plus grave dépression financière depuis 1929. En d'autres termes, quelles sont les mécanismes qui ont provoqué cette propagation fulgurante ? Là aussi, il serait erroné d'identifier les normes comptables comme le seul vecteur de propagation de difficultés sectorielles américaines, mais il serait, à notre avis, tout aussi faux de leur dénier tout rôle dans ce domaine.

Identifier les mécanismes incriminés et proposer des pistes de solutions alternatives, plutôt que de céder à l'incantation de la juste valeur comme solution à toutes les problématiques comptables, tel est l'objet de ce papier.

Cette crise peut se décomposer en 2 étapes marquantes, correspondant à des moments de panique sur les marchés, reflétant une aversion extrême pour le risque :

- Août octobre 2007 : assèchement du financement des conduits de titrisation des crédits immobiliers les amenant à effectuer des ventes forcées, car ils avaient atteint certains seuils de pertes, déclencheurs statutaires de leur liquidation.
- Septembre octobre 2008 : écroulement du « shadow banking system » fuite des investisseurs vers la qualité et en conséquence, envol généralisé des primes de risque relatives à tout instrument autre que la dette souveraine de certains états.

1. LA GENESE DE LA CRISE :

La première étape débute au premier semestre 2007, qui voit le taux de défaut sur les crédits immobiliers aux Etats-Unis s'envoler à la suite des hausses de taux d'intérêt opérées par la réserve fédérale. Les concours les plus affectés sont, comme il est logique, les plus risqués, ceux consentis à la catégorie d'emprunteurs à capacité financière réduite, les crédits dits « subprime ». Or, nombre de ces crédits ont été titrisés, une ou plusieurs fois et figurent notamment dans des portefeuilles détenus par des conduits, associant investisseurs externes et établissements de crédit dans des proportions variables, mais toujours structurés de manière à éviter leur consolidation dans le bilan des banques. Ces véhicules de titrisation pratiquent de surcroît une transformation significative, puisqu'ils financent leurs emplois longs essentiellement sur le marché du papier commercial, donc à court terme. Leurs statuts comportent, de plus, souvent une clause imposant leur dissolution automatique après franchissement d'un certain seuil de pertes.

Bien que leurs portefeuilles soient pour une bonne part tout à fait illiquides, ces véhicules enregistrent les titres qu'ils détiennent en valeur de marché, ce qui leur a permis d'afficher des résultats flatteurs au cours de la période précédente, les nouvelles émissions se faisant avec un spread réduit en raison de l'engouement pour ce type de papier et déclenchant en comptabilité l'enregistrement de « gains latents » calculés sur leur stock d'encours.

L'apparition de pertes plus importantes que celles envisagées par les agences de notation lors de l'attribution des ratings des titres et la faillite de gros émetteurs de crédit subprime retournent, en août 2007, complètement le sentiment des investisseurs sur ce type de produit : le marché primaire s'assèche brutalement et chacun cherche une protection contre le risque de crédit qu'on découvre grossièrement sous évalué.

Les instruments de couverture sont rares, mais ils existent sous forme de dérivés de gré à gré basés sur des indices, censés refléter les prix des titres subprime, les indices ABX. Les opérateurs, soucieux de limiter leurs pertes, vendent massivement ces indices, ce qui fait immédiatement chuter leur prix. Un mécanisme particulièrement déflationniste, résultant de la réglementation comptable, s'engage alors. Dans un régime d'évaluation en juste valeur, même si le marché est inactif, le prix à retenir est celui qu'accepterait un participant hypothétique au marché ; il est exclu d'évaluer simplement les pertes à maturité, ce qui pose la question du mode de détermination de cette valeur théorique. L'interprétation commune des normes publiées est qu'il faut en ces circonstances retenir les prix observés lors de transactions similaires, et donc, en l'absence de transaction « cash », le prix des indices.

Les indices ABX, parfois calculés sur un échantillon de moins de 20 valeurs ayant fait chacune l'objet de quelques transactions (moins d'une dizaine certains jours), ont donc servi de base pour déterminer les paramètres d'évaluation des titres de type CDO comportant une fraction de « subprimes ». Bien évidemment, plus les prix des positions cash chutaient, plus la demande de couverture était forte, ce qui faisait baisser également le prix des dérivés sur indices.

Pris dans cette spirale à la baisse, les véhicules de titrisation ont alors vendu ce qui pouvait l'être, c'est-à-dire la partie la plus liquide de leur portefeuille, entraînant la chute de ces autres valeurs dont les fondamentaux restaient pourtant à cette date inchangés. Nombre d'entre eux ont alors touché les seuils de pertes maximales déclenchant leur liquidation et donc une nouvelle vague de ventes. Ceux qui étaient sponsorisés par des banques ont vendu une part de leur portefeuille à celles-ci, ce qui a eu pour effet de transférer la spirale baissière dans les comptes des banques. Personne ne connaissant exactement les positions des établissements bénéficiaires de ces transferts, ni la valeur de celles-ci, le doute s'est installé sur la solvabilité des banques entraînant un assèchement du marché interbancaire que seule l'intervention massive de la réserve fédérale a pu contrebattre.

Au cours de l'année 2008, tous les établissements détenant des papiers à connotation hypothécaire, aussi bien américains qu'européens, ont du enregistrer des pertes en juste valeur, correspondant à l'aversion au risque pour ce secteur. Les plus exposés d'entre eux, Bear and Stearns et Lehman Brothers n'y ont pas survécu.

La chute de ce dernier en octobre 2008 a porté le niveau des primes de risque sur tout ce qui n'était pas papier d'état à son paroxysme, induisant des pertes énormes en valeur de marché, alors même que la fermeture de la plupart des marchés interdisait toute cession effective.

Ce n'est qu'au dernier trimestre 2008, sur la pression du Congrès américain d'une part, de la Commission Européenne d'autre part que des transferts en dehors du portefeuille de trading des positions portées ont été autorisés en raison de l'illiquidité des marchés, tant par le FASB que l'IASB. Ce changement de la réglementation comptable a, sans nul doute, contribué à stabiliser la situation

Cette expérience n'a toutefois pas empêché le normalisateur américain de publier peu de temps après un exposé sondage sur un projet de norme relatif aux instruments financiers basé sur la généralisation de la juste valeur, alors que dans le même temps, l'IASB adoptait la norme IFRS 9 qui, sans être aussi extrême, faisait de la juste valeur le mode d'évaluation par défaut des instruments financiers au nom de la transparence.

Basée sur un diagnostic erroné du rôle de la comptabilité dans l'amplification de la crise financière, cette approche doctrinaire ne peut que conduire à la transformation récurrente des bulles financières inévitables en crises profondes du secteur bancaire.

Le débat sur la place de la juste valeur dans le cadre comptable n'est pas nouveau. Il s'est toutefois exacerbé notamment depuis 2000, avec la publication du document du FIJWG¹, et l'intention affichée au cours de la dernière décennie, par le normalisateur américain, le FASB, et son homologue international, l'IASB, d'étendre 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 90, et auparavant crise des risques pays au début de la décennie 80, se sont déroulées alors que les positions les plus affectées par la conjoncture économique de l'époque étaient valorisées au coût historique, dépréciés, le cas échéant au titre du risque de contrepartie.

Ce changement fondamental de paradigme comptable a été introduit 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 Etats-Unis, par certains², 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.**

¹ Document du FIJWG : 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

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 Quality³, 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 à atténuer la portée de ce texte, en publiant une « clarification » excluant notamment la prise en compte des ventes forcées⁴, 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 l'exposé-sondage de l'IASB relatif à l'évaluation de la juste valeur publié en mai 2009.

2. LA BASE CONCEPTUELLE DE L' EVALUATION EN JUSTE VALEUR:

La base conceptuelle de la juste valeur repose sur l'hypothèse des marchés efficients :

Au 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, formulée de manière générale par Pareto sur l'allocation des ressources à la fin du 19^{ème} siècle et appliquée aux marchés financiers en tant que vecteurs de la diffusion d'informations par de nombreux auteurs, tels que par exemple E.Fama⁵. Celui-ci a introduit le concept d'efficience 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 potentiels⁶, 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. Les variations des prix sont alors indépendantes les unes des autres et distribuées suivant une loi normale.

Si le revenu est assimilé au changement de richesse globale sur la période⁷, les variations de valeur des actifs et des passifs constituent le résultat non biaisé de la période.

³ CAQ : measurements of fair value in illiquid markets, octobre 2007

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

⁶ Fasb statement of concepts 7. 26

⁷ Définition du revenu selon l'économiste J.R.Hicks : value and capital 1946

De surcroît, dans cette approche, bonne gouvernance et valorisation objective sont intimement liées :

Ce mode d'évaluation favoriserait 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 simplement à ce stade, que ce dernier 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.

L'hypothèse des marchés efficients a fait l'objet de nombreux travaux, tant de validation que de réfutation. Synthétiser cette abondante recherche dépasse le cadre de cette note.

Il est néanmoins intéressant de rappeler les caractéristiques que doit présenter un marché pour être qualifié d'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.

A l'épreuve des faits récents et d'observations plus anciennes, il se confirme⁸ 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, et donc 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 critique, conceptualisée par les économistes du comportement, tels que R.Shiller⁹.

⁸ Voir, par exemple, A.Shleifer : Inefficient markets. An introduction to Behavioral Finance. Clarendon lectures, oxford university press, 2000

⁹ Robert J. Shiller : the new financial order : risk in the 21st century 2003

La crise a permis d'invalider la thèse des marchés financiers efficients :

Depuis son origine à l'été 2007, plusieurs phénomènes ont pu en effet 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 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 des marchés illiquides reflètent la forte prime que demandent les investisseurs pour entrer sur de tels marchés.

Aux primes de liquidité, s'ajoutent alors des primes pour incertitudes, qui provoquent alors un phénomène dit de « marché du citron »¹⁰. 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. C'est ainsi que 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 dépression 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 diversifiés¹¹.

- le processus de diminution de l'endettement global (phénomène dit de « deleverage ») 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, 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 ¹²» : 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 rétroagissent¹³ sur les caractéristiques de l'environnement. Les prix des actifs reflètent, à un moment donné, les préférences des investisseurs, mais aussi, constituent la base de

¹⁰ Phénomène de marché du citron : identifié par G Akerlof : The market for lemons quality uncertainty and the market mechanism Quaterly journal of economics, aout 1970

¹¹ 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.

¹² Repurchase agreement : opération de pension livrée, prêt généralement à court ou très court terme, garanti par la livraison d'un instrument financier négociable, le plus souvent des titres

¹³ 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.

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. Les marchés développent alors une dynamique propre, non fondée sur la prise en compte d'informations nouvelles extérieures.

- Dès lors que l'on admet que les prix des actifs peuvent s'écarter durablement des fondamentaux (ce que nie la théorie des marchés efficients), un investisseur rationnel peut obtenir un meilleur rendement en profitant de la vague spéculative plutôt qu'en cherchant à la contrarier. Il peut en effet être trop couteux d'emprunter pour aller contre une tendance du marché. Tout l'enjeu de la stratégie d'investissement consiste alors à sortir de la position avant que la tendance des prix, haussière ou baissière, ne s'inverse. Mais, dans ce contexte, un investisseur rationnel a plus de chances de contribuer à la formation de bulles que de participer à leur étouffement. Dès lors qu'un marché devient illiquide, le prix qui résulte de transactions épisodiques peut s'écarter des fondamentaux ; il s'établit en fonction de la position de liquidité respective des rares acheteurs et vendeurs
- 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, anticipation 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, dans le même sens. Personne ne dispose de la liquidité nécessaire pour contrer ces mouvements de marché et assurer, comme le voudrait la théorie des marchés efficients un retour à un prix d'équilibre

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. Samuelson¹⁴, 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 ?

¹⁴ P.A. Samuelson : Economics, an introductory analysis

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.

3. QUEL EST LE ROLE DE LA COMPTABILITE ?

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. **Par ailleurs, ce qui fait la force d'un marché actif, c'est la confrontation d'opinions variées des participants basées sur des informations différentes ou des interprétations différentes de données communes. Le prix final du marché résultera de cette confrontation. Une évaluation en valeur de marché d'instruments non activement négociés ne constitue qu'une mimique de ce process, une réplique tronquée, basée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs estimés dans laquelle le choix des paramètres du modèle par le management est hautement subjectif.** Le montant qui en résultera ne peut lui-même qu'être subjectif, donc incertain. Un système de mesure affecté d'une marge d'erreur supérieur à l'objet de la mesure est conceptuellement insoutenable et sera donc rejeté par les utilisateurs.

De surcroît, un tel mécanisme est une invitation permanente à la fraude, surtout dans un contexte où les rémunérations des principaux intervenants sont déterminées par les résultats ainsi calculés. L'exemple de la fraude affectant les comptes du Crédit Suisse 2007 est à cet égard édifiant ; toutes les conditions étaient réunies pour favoriser une manipulation des chiffres :

- un portefeuille de titres illiquides, composé principalement de CDOs à prépondérance immobilière, donc difficile à valoriser en l'absence de volume de transactions ;
- une interprétation de la réglementation comptable imposant de déterminer une valeur de marché des titres classés en trading, mais en fait portés, à un prix théorique qu'accepterait un éventuel participant en faisant référence à des transactions jugées similaires, soit sur indices (de type ABX en l'espèce), soit sur des positions cash qui ont nécessairement certaines caractéristiques différentes ;
- Des valorisations largement déterminées par des traders, seuls agents à maîtriser les caractéristiques de produits aussi spécifiques et dont la carrière et les rémunérations dépendaient étroitement du résultat comptable ;
- Le recours à des prix « annoncés » par des tiers, sans que ces « offres » soient contraignantes (connivence avec les tiers).

Ce processus a abouti à surestimer, selon la plainte de la SEC, de plus de 500 millions de dollars un portefeuille d'encours nominal de 3 milliards, ce qui a eu pour effet de gonfler les résultats de Crédit Suisse de 33% pour le quatrième trimestre 2007.

S'il n'est pas de donner en lecture directe la valeur d'une entreprise, le rôle d'une comptabilité doit permettre, plus modestement, 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.

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.

La segmentation des modes d'évaluation et donc celle des catégories d'instruments doivent reposer sur le mode de gestion de ceux-ci.

5. QUELLE CLASSIFICATION COMPTABLE DES ACTIFS ALORS RETENIR ?

En première analyse, il semble possible de classer les actifs en trois catégories selon les caractéristiques de leur marché et 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, le mode de gestion majeur est le portage de tels instruments¹⁵ 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.

¹⁵ 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.

La majorité des prêts rentrent dans cette catégorie, de même que la plupart des passifs bancaires. Ils doivent en conséquence être 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 prévalant lors de leur acquisition ou de leur rachat. 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 et ce, dès la naissance du risque, et non lors de sa matérialisation.

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. 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.

Les actifs de transaction :

Les actifs de transaction 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 ou être totalement décomposables en sous-instruments négociables sur des marchés liquides.

Il faut donc définir, au plan comptable, les critères de caractérisation d'un marché liquide. Généralement, la clôture des positions détenues se fait par cession des instruments qui les constituent et il est donc 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 de délimiter de manière précise, une activité de trading lorsque celle-ci s'exerce sous forme d'empilement de transactions de sens opposés, comme, par exemple, 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 circonstances¹⁶.

Les instruments négociés sur des marchés présentant ces caractéristiques de liquidité ou décomposables en instruments négociables sur des marchés liquides doivent donc être comptabilisés en juste valeur¹⁷, avec enregistrement des variations de celle-ci en résultat.

Il faut être néanmoins conscient que ce mécanisme participe à la formation des bulles financières, qu'elles soient positives- lorsque les prix sont significativement supérieurs aux valeurs intrinsèques- ou négatives- dans le cas inverse.

¹⁶ Ecart 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

¹⁷ A ce stade, la problématique très spécifique des relations de couverture n'est pas couverte dans cette note. Elle fera l'objet de développements ultérieurs

Valoriser des positions sur la base de transactions réalisées par d'autres 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 réellement pertinente 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 difficile 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 de la catégorie précédente, mais dont la valeur est étroitement liée à l'évolution de paramètre(s) de marché, au(x)quel(s) leur mode de rémunération fait référence. Il s'agit d'instruments structurés, conçus pour les besoins d'une classe restreinte d'investisseurs, voire quelquefois dessinés sur mesure pour l'un d'entre eux.

Ils sont à l'actif des banques lorsque celles-ci ont investi dans de tels instruments soit lors de leur émission, soit par rachat sur le marché secondaire.

Leur mode de rémunération, voire 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.

Au plan opérationnel, ces instruments sont « gérés en juste valeur » ; plus précisément, les risques qu'ils génèrent sont gérés séparément par type de risque, par retournement des positions induites au moyen de contrats dérivés négociés eux, sur des marchés liquides. Il nous semble indispensable d'éviter une asymétrie entre le traitement comptable de ce type de produits et leur mode de gestion et de suivi en risque. En effet, la comptabilité doit traduire au mieux dans les comptes des banques les véritables risques pris en cohérence avec la politique de gestion réelle des produits, et éviter tout arbitrage comptable. Ce principe doit être appliqué indépendamment de la capacité ou non à retourner intégralement la position en risques sur ce type de produits. 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.

Si on prend l'exemple de certaines tranches de CDOs figurant à l'actif des établissements en juste valeur depuis leur émission, l'absence de liquidité de leur marché interdisait, à l'évidence, de réaliser en cash les réévaluations ainsi opérées au plan comptable. Dans les années précédant la crise, dès lors que le prix de transactions marginales était appliqué à des encours d'instruments non réellement négociables, certains établissements ont empilé 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 spreads¹⁸ 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 mark to market. Il est en effet très probable qu'une part de l'explosion du marché de la titrisation des subprimes dans les mois qui ont précédé la crise s'explique en partie par la faculté de dégager des résultats sur la base de positions d'encours, les détenteurs du papier étant ainsi dispensés de trouver de véritables acquéreurs externes.

Au moment où les marchés se sont retournés, le mécanisme que nous venons de décrire, 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 alors 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 concernées, via l'évaluation en juste valeur de ces positions, avec les conséquences que l'on a évoquées au début de cette note.

Ce mode de valorisation, appliqué à de tels instruments, revient donc 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 2009.

Au plan comptable, en raison de l'incertitude inhérente à la valeur d'instruments très difficilement négociables, (même en l'absence de crise), donc portés pour la plupart jusqu'à leur maturité, la reconnaissance des résultats liés à ces produits structurés dont les risques ne sont pas retournables sur un marché liquide doit être gouvernée par le principe de prudence. Celui-ci doit imposer de ne pas enregistrer de plus-values latentes (dont nombre se sont révélées fictives au cours de la crise) mais de constater les moins-values correspondant aux risques inhérents aux instruments, appréciés sur l'horizon de portage prévisible de telles positions.

¹⁸ Notons que ce mécanisme invalide la thèse selon laquelle seule la valeur de marché permet d'apprécier les risques portés par l'entreprise

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 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 résultats latents ne sont pas forcément réalisables dès lors qu'une cession n'est pas envisagée dans un avenir prévisible. En particulier, des actions même cotées mais au flottant limité ont un prix très sensible aux mouvements marginaux d'achats et de ventes. Cela ne signifie pas pour autant que ces prix soient reproductibles pour des transactions futures de volume plus significatif, et donc que la valeur du patrimoine des détenteurs de tels papiers se soit accrue dans les proportions découlant des prix auxquelles les transactions marginales ont été réalisées. **Il n'y a donc pas lieu de valoriser en juste valeur par résultat des actions autres que celles qui relèvent de la catégorie « transaction ».** Bien évidemment, dès lors qu'une dépréciation n'est plus considérée comme temporaire après prise en compte de l'horizon de détention, elle doit être constatée en compte de résultat, que l'action soit ou non cotée.

CONCLUSION :

La crise a mis en évidence ce que les banques françaises soulignaient depuis longtemps, à savoir que valoriser en valeur de marché à des instruments non activement traités sur des marchés secondaires, conduisait une volatilité artificielle des résultats des établissements, avec pour effet d'accentuer 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. Seule la prise en compte de ces trois critères et de leur hiérarchie d'application permet de définir de façon également positive le champ d'application du coût amorti et celui de la juste valeur, contrairement à la démarche de l'IASB ; IFRS 9 aboutit en effet à la création d'une catégorie juste valeur s'appliquant par défaut lorsque les conditions étroites délimitant de façon restrictive l'application du coût amorti ne sont pas satisfaites. Il n'y a par contre aucune limitation à la détention d'un instrument évalué en juste valeur.

Au plan macro économique, 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 et qui sont donc échangés sur un marché liquide.

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 recouvert également de deux manières, par encaissement des flux qui leur sont associés au cours du cycle d'exploitation ou par cession. On n'accepte pas que dans l'industrie, un bénéfice fictif sur un stock de marchandises simplement produites et non vendues, soit considéré comme réalisé et donc comptabilisé. Il n'y a aucune raison qu'il en soit autrement pour les instruments financiers.

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 ?

Cette question pose de manière plus large le débat sur le cadre conceptuel comptable. Il est clair que les développements initialisés par les deux Boards sur les instruments financiers se font de manière empirique, au cas par cas, sans cadre d'ensemble assurant la cohérence des décisions prises. Le seul texte qui cherche à justifier sur ce plan l'usage de la juste valeur, le « Statement of Financial Accounting Concept n°7 » américain est entièrement fondé¹⁹ sur l'hypothèse des marchés efficients et le modèle de valorisation des actifs CAPM (« Capital Asset Pricing » ou Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) qui en découle.

¹⁹ Voir notamment les paragraphes 26, 37, 68, 69, 70 et 71.

L'invalidation de cette hypothèse par les faits démonte le raisonnement comptable qui en découle.

Or la place respective des deux modes d'évaluation, coût amorti et juste valeur est la problématique centrale de la seule information que doit véhiculer la comptabilité, à savoir la mesure du résultat de la période. Il est donc inapproprié de résoudre cette problématique au cas par cas en multipliant les décisions d'opportunité incohérentes dans les différentes normes. Ce n'est que dans la définition de cadre conceptuel qu'il est possible de répondre à cette question en tenant compte de l'objectif de la comptabilité qui ne saurait, comme nous l'avons souligné au début de cette note de fournir des informations sur les cash flows futurs de l'entreprise. Ce cadre conceptuel doit intégrer d'autres besoins que ceux attribués par certains à des investisseurs court termistes. Dès lors qu'elle génère des externalités, la comptabilité doit être intégrée dans les réflexions sur la stabilité financière, qui est une dimension que doivent prendre en compte les normalisateurs comptables. Une comptabilité n'a pas à favoriser la stabilité financière, elle n'a pas non plus vocation à amplifier les cycles économiques. Ainsi, il devrait être possible d'éviter que l'éclatement inévitable de la prochaine bulle financière ne se transforme en une crise et une récession majeures. C'est aussi l'intérêt des investisseurs.