

# Présentation Critique du Principe de Valorisation en Juste Valeur

Frédéric Leroy (<http://www.fly06.fr/>)

12 Décembre 2008

Le **mark-to-market** (valorisation en juste valeur) est une méthode de valorisation d'actifs qui s'est développée dans les activités de trading pour compte propre des banques au cours des années 80. Cette méthode consiste dans le cas le plus simple à valoriser un actif financier donné par son prix de marché en date de valorisation. La logique consistant à dire qu'un actif financier doit être valorisé en valeur de liquidation, c'est-à-dire par la contrepartie en devises que l'on obtiendrait si l'on vendait cet actif sur le marché.

Cette approche a ensuite été étendue (mark-to-model) pour valoriser des instruments peu ou pas liquides selon plusieurs approches :

1. Valorisation par arbitrage (méthode du synthétique)
2. Valorisation par arbitrage théorique ou actualisation (pricing)
3. Valorisation par modélisation économétrique (pricing++)

Tous les instruments financiers détenus par les banques dans leur portefeuille de trading (compte propre) sont valorisés selon une de ces 3+1 méthodes qui toutes relèvent de la même logique.

**Utiliser le prix de marché ou un proxy de prix de marché**

Considérée comme l'approche universelle qui permettrait de disposer de données comptables reflétant la réalité économique du bilan et du compte de résultats des sociétés, cette méthode a eu son heure de gloire avec la mise en oeuvre des normes comptables IAS/IFRS dont l'une des principales innovations est l'introduction du principe de valorisation en juste valeur. Rappelons que les normes IFRS sont obligatoires depuis 2005 pour les sociétés faisant appel public à l'épargne (pour l'essentiel les sociétés cotés en bourse).

Séduisant sur le principe, le **mark-to-market peut s'avérer contre-productif** du fait des hypothèses fortes sur lesquelles il est basé :

- La complétude
- La liquidité

L'absence de complétude et de liquidité pose des problèmes que nous allons maintenant étudier.

## Le mark-to-model conduit à des valorisations artificielles et incohérentes

Les approches de type mark-to-model posent questions du simple fait qu'aucun marché ni direct (méthode 0) ni indirect (méthode 1) ne permet de justifier le prix obtenu. En d'autres termes, la valorisation obtenue est purement artificielle par nature.

Ce caractère artificiel a trop souvent été masqué grâce aux beaux atours scientifiques dont sont parés les modèles de pricing et les modèles économétriques développés dans le monde universitaire et l'industrie financière.

Le mark-to-model est une faille dans laquelle se sont engouffrées bon nombre de banques au cours de ces dernières années en créant des produits financiers toujours plus complexes et sur des sous-jacents toujours plus exotiques. En l'absence de marchés, le « pricing power » était tout entier entre les mains des banques (asymétrie d'information) bien aidées par des investisseurs ou naïfs ou captifs et des régulateurs pour le moins défaillants.

### **L'asymétrie d'information liée au mark-to-model crée un conflit d'intérêt**

La crise des fonds monétaires dynamiques à l'été 2007, qui a amené un certain nombre de gérants à suspendre les retraits (un comble pour un fond monétaire) faute de liquidité sur les actifs gagés sur des prêts subprime américains, est un exemple typique de ce type de problème. La communauté financière a alors compris (un peu tardivement) que « monétaire dynamique » était un oxymore.

Un second problème directement lié à l'absence de marché, est celui de la multiplicité des modèles et donc des valorisations puisque chaque établissement financier conçoit ses propres modèles, en particulier pour les produits nouveaux (forcément innovants) et les produits les plus exotiques d'une manière générale.

On pourrait s'étonner a priori qu'aucun standard ni aucune tentative de standardisation n'ait été développé sous l'égide des régulateurs. Bien que certains outils comme Bloomberg servent de benchmark, ils ne constituent en rien des standards (acceptés et utilisés par tous) et chaque banque avance que sa recherche quantitative fait partie intégrante de son savoir-faire (propriétaire) et constitue un avantage comparatif, pour ne pas divulguer ses modèles.

Cette situation pourrait paraître ubuesque pour des personnes habituées à travailler avec des normes et de fait elle l'est effectivement puisqu'elle conduit à ce que deux actifs financiers identiques peuvent être valorisés de deux façons différentes dans deux banques différentes.

La crise de défiance que nous vivons depuis plusieurs mois est directement liée à ces approches de type mark-to-model. En fait, tant que les établissements bancaires étaient considérées comme « très solides » pourquoi s'interroger sur la pertinence de ces méthodes puisque la probabilité de faillite (et donc de liquidation) était considérée comme quasi-nulle. Il faut dire que les profits générés ainsi que les salaires et bonus « hors normes » de l'industrie financière sur ces dix dernières années avaient de quoi laisser rêveur (au sens propre) et écartaient de fait tout début de commencement de doute sur la solvabilité de ces établissements.

Cette croyance dans l'infaillibilité des banques s'est progressivement estompée à partir de la chute de Bear Stearns en mars dernier. En un week-end, un établissement financier centenaire disparaissait et était racheté à vil prix par un concurrent (JP Morgan) avec une garantie du Trésor US et un prêt de la FED!

On connaît la suite.

## **Le mark-to-market ne tient pas compte du risque de liquidité**

Cela peut paraître paradoxal puisque le choix d'une approche de type mark-to-market dans la valorisation des actifs financiers est réalisé justement lorsque les marchés sont liquides.

Cette approche consiste à valoriser un stock par un prix de marché qui par nature est un prix de flux ou prix marginal obtenu par confrontation de l'offre et de la demande instantanée correspondant à une fraction (parfois très faible) du stock disponible. Cette approche qui peut être perçue comme rationnelle pour un acteur donné (point de vue local) et dans l'hypothèse d'une faillite isolée (Ex : Crédit Lyonnais en 1997) devient inopérante dans le cas d'une crise systémique affectant le système financier dans son ensemble.

**Les prix de marché sont des prix de flux et non des prix de stock**

Dans un tel cas, des actifs ne peuvent plus être valorisés en true-mark-to-market du simple fait que la liquidation simultanée de nombreux portefeuilles peut s'avérer impossible à réaliser car la profondeur du marché ne le permet pas. La liquidation ne peut donc pas se faire au prix marginal mais précisément au prix de liquidation.

Notons que ce risque de liquidité pourrait (devrait) être intégré dans la valorisation de façon à corriger le pricing en mark-to-market par une prime de liquidité. En pratique et à ma connaissance, ce n'est pas le cas. D'une part, le risque de liquidité est un domaine de recherche peu exploré et a priori pas évident à modéliser car difficilement observable et quantifiable. D'autre part, la probabilité d'une crise systémique dans le système bancaire a toujours été considérée comme quasi-nulle pour les raisons déjà données plus haut ce qui permettait d'éluder la question.

Quelqu'un m'a un jour objecté que l'utilisation des moyennes mobiles pour l'estimation des prix de l'immobilier n'avait pas de sens. Il m'avait donné l'exemple des cours de bourse en partant du principe que ça ne viendrait à l'idée de personne d'estimer les cours de bourse par des moyennes mobiles. C'est le contraire qui est vrai. Les cours de bourse sont des prix marginaux au sens déjà donné ci-dessus : ils sont obtenus par confrontation de l'offre et de la demande instantanée correspondant à une fraction du stock d'actions disponibles pour une société donnée. De fait, lorsqu'une entreprise souhaite racheter une autre (opération sur le stock), ce n'est pas le prix du jour de l'annonce de l'OPA qui sert officiellement de référence mais la moyenne des prix constatés sur une période donnée à laquelle s'ajoute généralement une prime (cf. Article 233-3 de la Réglementation AMF sur les OPA).

On constate donc que le régulateur est conscient de la différence de nature entre une opération sur les flux (marché secondaire) et une opération sur le stock (OPA). Il reste que la récurrence des crises « systémiques » sur ces vingt dernières années rend nécessaire d'aller plus loin en prenant explicitement en compte le risque de liquidité dans les valorisations en mark-to-market.

Fondé sur un principe de bon sens, le mark-to-market a probablement été introduit et surtout généralisé un peu rapidement sans tenir compte de la réalité des marchés.

**Les marchés ne sont complets et liquides que dans les manuels de théorie économique.**

Dans un prochain article nous continueront notre analyse critique du mark-to-market en s'interrogeant sur les effets du reverse-pricing des actions des sociétés financières dans des marchés non efficients.