

9^{èmes} États Généraux DE LA RECHERCHE COMPTABLE

19 décembre 2019

www.anc.gouv.fr



AVEC LE SOUTIEN DE :



Papier de recherche

Illiquidité et contexte de crise des marchés financiers

Un risque sous-estimé ?

Pierre Astolfi, Université de Paris

Arnaud Thauvron, Université de Paris-Est Créteil

Marc Desban, Université de Paris-Est Créteil

Sylvie Lecarpentier-Moyal, Université de Paris-Est Créteil

Les propos exprimés n'engagent que leurs auteurs

Résumé

La notion de risque d'illiquidité est largement décrite par la littérature. Pour autant, ce risque est fréquemment perçu comme un risque spécifique à un actif (risque diversifiable non susceptible de faire l'objet d'une rémunération), et non comme un risque systématique (risque de marché devant être rémunéré).

Nous cherchons à mieux comprendre et décrire la notion d'illiquidité dans un contexte de crise majeure sur la base d'une enquête exploratoire conduite auprès d'analystes et d'évaluateurs financiers en France. En effet, les enseignements de la crise de 2008 n'ont pas été tous tirés, conduisant à une mauvaise appréciation du risque d'illiquidité en tant que risque systématique, c'est-à-dire affectant, par contagion, toutes les classes d'actifs. Les effets des scénarios extrêmes, tels qu'une crise financière majeure, sont donc probablement sous-estimés.

Préambule	5
1 La notion d'illiquidité	7
1.1 Le principe de l'illiquidité	7
1.2 Quels sont les actifs les plus illiquides ?	7
2 Illiquidité et valeurs de marché.....	8
2.1 Paramètres intrinsèques	8
2.1.1 Illiquidité des titres de capitaux propres	8
2.1.2 Illiquidité des titres de dette émis par les sociétés.....	10
2.2 Paramètres de marché	11
2.2.1 Marchés émergents.....	11
2.2.2 Illiquidité et rentabilité de marché	12
2.2.3 Illiquidité et marché en situation de stress temporaire	12
2.3 Valorisation de l'illiquidité par les marchés.....	13
3 Illiquidité et valorisation comptable	14
3.1 Illiquidité et normes IFRS	14
3.2 Illiquidité et valeurs comptables.....	15
3.2.1 Valeurs comptables et typologie des actifs	15
3.2.2 Juste valeur comptable et illiquidité.....	16
4 L'illiquidité de nature systématique : un risque sous-estimé ?	16
4.1 Un risque de nature systématique	16
4.2 Présentation de l'étude.....	17
4.3 Principaux résultats.....	18
4.3.1 Illiquidité et environnement normatif	18
4.3.2 Contextes et nature de la notion d'illiquidité	18
4.3.3 Mesure de l'illiquidité de type spécifique	19
4.3.4 En synthèse.....	20
5 Tableaux.....	21
Tableaux 1 - Profil des répondants	21
Tableaux 2 - Principaux résultats	22
Tableaux 3 - Synthèse.....	25
Bibliographie.....	26
Questionnaire.....	29

Préambule

La question de l'illiquidité a fait l'objet de nombreuses études de la part du milieu académique, mais aussi professionnel. Si le modèle de référence s'agissant du fonctionnement des marchés financiers (Markowitz, 1952) repose sur une hypothèse de liquidité des actifs investis, l'investisseur est soumis en pratique à un risque d'illiquidité. Dans ce cadre, l'illiquidité est perçue comme la manifestation incontestable d'une certaine forme de dysfonctionnement des marchés financiers.

Plus précisément, la liquidité traduit la possibilité de céder un actif plus ou moins facilement afin de le convertir en monnaie. Ceci renvoie à l'idée de marché car elle implique la rencontre d'une offre et d'une demande, sans pour autant qu'il soit nécessaire que ce marché soit organisé. Elle est ainsi représentée par le coût à supporter pour qu'une transaction soit exécutée immédiatement (Amihud et Mendelson, 1986). La liquidité est donc liée à la notion de *marketability*, que l'on pourrait traduire par le néologisme *commerciabilité*¹. Toutes choses égales par ailleurs, un actif liquide a plus de valeur que le même actif non liquide, car il peut être transformé rapidement, et à un coût plus faible, en trésorerie. Les coûts liés à une liquidité réduite peuvent être liés à la décote à appliquer sur le prix pour accélérer la transaction, ou au temps qu'il faut attendre pour que la cession se fasse. La question du temps est ici centrale, comme souvent en finance.

De façon générale, des décotes d'illiquidité sont retenues dans les contextes suivants :

- lorsqu'il s'agit d'évaluer des sociétés non cotées (Hertzel et Smith (1993), Koeplin et al. (2000), Kooli et al. (2003), Zanni (2013)) ;
- en vue de tenir compte de restrictions pesant sur la cessibilité de l'actif considéré (par exemple, existence d'une clause de lock-up contractuel ou présence d'un pacte d'actionnaires limitant les cessions) (Johnson (1999), Guide de l'administration Fiscale (2006), Guide IPEV (2018), arrêts de jurisprudence fiscale cités dans SFEV (2018)) ;
- ou lorsqu'il s'agit de prendre en compte des situations particulières (par exemple pour des titres cotés faisant l'objet d'échanges réduits, ou dans un contexte de crise financière majeure) (Khandani et Lo (2007 ; 2011), Ang et al. (2014), Green (2015)).

Nous pouvons observer que, selon les études, les ordres de grandeur de ces décotes sont très peu homogènes (d'environ 15 % (Kooli et al., 2003) à plus de 40 % (Emory et al., 2002)). D'autres papiers proposent de tenir compte de l'illiquidité en augmentant le taux d'actualisation : spread supplémentaire pour les titres de dette (Green, 2015) ou beta d'illiquidité (Pastor et Stambaugh, 2003).

Selon la littérature, l'illiquidité est appréhendée comme étant associée soit au marché d'une façon générale (il s'agirait alors d'un paramètre de risque systématique) soit, au contraire, aux seules caractéristiques de la société visée (il s'agirait alors d'un paramètre de risque intrinsèque).

La distinction est importante dans la mesure où, selon la théorie financière classique, seuls les risques de marché, ou systématiques, sont susceptibles d'être rémunérés. Les risques dits intrinsèques, ou spécifiques, n'ont pas lieu d'être rémunérés puisqu'ils sont éliminables par diversification.

¹ À ne pas assimiler à la commercialité, qui fait référence au droit commercial (Larousse).

Nous commencerons par présenter la notion de risque d'illiquidité telle que décrite par la littérature, avant de nous intéresser, successivement, aux liens entre illiquidité et valeurs de marché et entre illiquidité et valorisation comptable. Nous présenterons enfin les résultats d'une enquête exploratoire conduite sur ce sujet au cours du second semestre 2018.

1 La notion d'illiquidité

1.1 Le principe de l'illiquidité

Dans la théorie financière, la valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux de trésorerie que cet actif est susceptible de générer dans le futur, y compris le flux lié à sa revente, le cas échéant. Les flux ainsi calculés sont ceux qui sont associés à la propriété pleine et entière de l'actif. Or, si le propriétaire d'un actif devait supporter une indisponibilité temporaire de la trésorerie associée résultant de la cession de cet actif, sa valeur en serait négativement affectée. Le propriétaire de l'actif n'est, en effet, pas en mesure d'optimiser l'allocation de son portefeuille, en choisissant de céder cet actif pour investir dans des placements présentant des taux de rentabilité plus élevés ou des niveaux de risque plus faibles.

En d'autres termes, le degré d'illiquidité fait référence au niveau de contraintes susceptibles d'empêcher la conversion en trésorerie d'un actif donné. La prise en compte de la contrainte d'illiquidité peut s'avérer nécessaire, même si la période d'illiquidité est courte (Longstaff, 1995). De façon cohérente, Barneto et Gregorio (2010) définissent la notion d'illiquidité *comme la facilité avec laquelle un investisseur peut échanger un actif donné à tout moment sans délai et à moindre coût.*

Ainsi, la notion d'illiquidité s'applique à un actif dont la liquidité est contrainte en comparaison d'un actif présentant des caractéristiques en tous points identiques mais librement cessible. L'illiquidité se matérialise au travers d'une DLOM, pour *Discount for the Lack of Marketability* (Zanni, 2013). Cela étant, bien que très proches, les notions de liquidité et de *marketability* ne sont pas identiques. Un actif peut être échangeable sur un marché, qui peut être inefficace et donc engendrer des coûts d'illiquidité.

L'illiquidité peut concerner par exemple des actions non librement échangeables sur un marché (Koeplin et al. (2000), Guide de l'IPEV (2018)), ou plus généralement tout actif non librement cessible, tels les actifs immobiliers (Bajaj et al. 2001). Si la notion d'illiquidité est simple dans son principe, de nombreuses questions demeurent posées. Notamment, l'illiquidité peut-elle être générée tant par des paramètres intrinsèques que des paramètres liés au marché ?

1.2 Quels sont les actifs les plus illiquides ?

Il est possible d'établir une classification des actifs les plus courants selon le niveau d'illiquidité auquel ils sont soumis. Damodaran (2006a) propose ainsi la classification suivante :

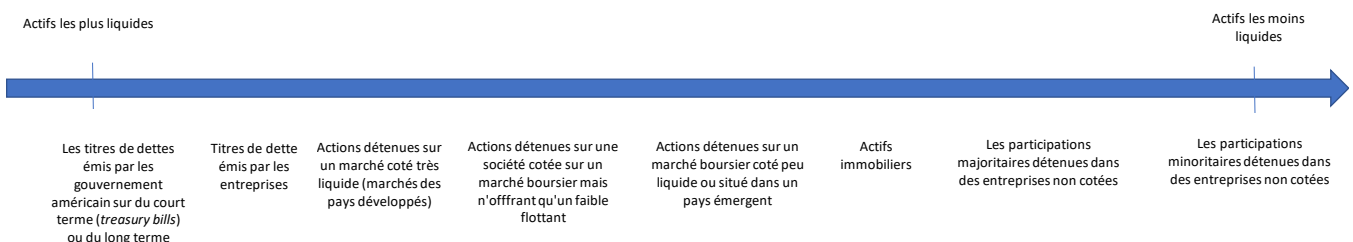


Schéma 1 : classification des actifs en fonction de leur liquidité

L'ordre proposé peut être significativement affecté en cas de crise financière majeure ou en cas de situation de stress temporaire. Ainsi, à l'occasion du vote sur le Brexit en juin 2016, la liquidité des actifs immobiliers britanniques a été défavorablement affectée, dans des proportions telles qu'ils étaient alors susceptibles de devenir moins liquides que certains actifs non cotés (cf. infra).

Mais cette classification présente l'intérêt de mettre en évidence que tous les actifs ne sont pas soumis aux mêmes contraintes en termes d'illiquidité. C'est ainsi qu'une part importante de la littérature s'est concentrée sur les actifs les plus susceptibles d'être affectés par une contrainte d'illiquidité, tels que les actifs non cotés, ou encore les actifs cotés sur un marché émergent (cf. infra Section 2).

Toutefois, il semble intéressant (cf. infra Section 3) de distinguer selon que l'illiquidité est une donnée d'ordre spécifique (l'illiquidité est alors un risque intrinsèque) ou une donnée plus systématique (l'illiquidité représente alors un risque de marché).

2 Illiquidité et valeurs de marché

2.1 Paramètres intrinsèques

La littérature reconnaît généralement que l'illiquidité d'un actif trouve sa source dans les caractéristiques mêmes de cet actif. Dans cette perspective, le risque d'illiquidité est essentiellement vu comme un risque spécifique ou intrinsèque, c'est-à-dire un risque diversifiable et, par conséquent, non susceptible de faire l'objet d'une rémunération.

La caractéristique la plus fréquemment mise en évidence comme étant susceptible de générer une illiquidité est l'absence de cotation d'un actif donné².

L'absence de cotation sur un marché actif est généralement vue comme une source importante d'illiquidité. En effet, un actif non librement cessible faute de marché actif a une valeur plus faible, toutes choses égales par ailleurs, que le même actif librement négociable par son propriétaire sur un marché.

2.1.1 Illiquidité des titres de capitaux propres

a) Illiquidité et sociétés non cotées

Cette notion, dite décote de société non cotée (ou PCD pour *Private company discount*, ou encore DLDM, pour *Discount of lack of marketability*), a été décrite par Hertz et Smith (1993), Koeplin et al. (2000), Bajaj et al. (2001), Kooli et al. (2003) ou encore plus récemment par Zanni (2013).

Zanni (2013) souligne que cette décote s'explique par le manque de liquidité (ou de *marketability*) des entreprises non cotées par rapport à des sociétés cotées qui leur sont comparables. Précisons à ce stade que d'autres éléments sont susceptibles de justifier une décote, tels que la taille notamment.

² Un titre peut également être affecté par une suspension temporaire de cotation, générant alors une illiquidité temporaire.

En réalité, la décote associée aux *placements privés*, c'est-à-dire aux transactions visant des sociétés non cotées, s'explique par des contraintes de liquidité, mais également par d'autres facteurs, tels que, le cas échéant, la taille, ou encore les effets d'une plus grande asymétrie d'information (les coûts de transaction sont plus élevés pour les sociétés non cotées).

La difficulté consiste alors à mettre en place des modèles statistiques permettant de distinguer les effets liés à la liquidité de ceux liés à d'autres sources potentielles de décote visant les sociétés non cotées. Les études consistent généralement à comparer les valeurs extériorisées lors de transactions intervenues sur des sociétés non cotées aux valorisations extériorisées à l'occasion de transactions intervenues sur des sociétés cotées. La comparaison est effectuée avec un panel de sociétés comparables tant en termes de secteur que de taille (*pricing multiple studies*). La démarche conduite est une analyse de type régression ou de type comparative par pairage.

Le niveau de décote est variable selon les *pricing multiple studies*. Koeplin et al. (2000) évoque une décote moyenne comprise entre 20 % (sur la base du multiple de l'EBE) à 28 % pour le multiple du résultat d'exploitation pour les sociétés non cotées américaines. Les sociétés non américaines non cotées peuvent faire apparaître des niveaux de décote plus importants, pouvant aller jusqu'à 40 % ou 50 % par rapport aux sociétés comparables cotées aux Etats-Unis. Ces résultats sont en ligne avec ceux de Kooli et al. (2003), pour lesquels la décote est comprise entre 17 % et 34 %, selon le multiple d'évaluation retenu (multiples de chiffre d'affaires ou de cash-flows) et de Block (2007).

Ces études sont couramment utilisées par les évaluateurs, notamment aux Etats-Unis, pour justifier le niveau de décote d'illiquidité devant être appliqué à une société donnée, faisant l'objet d'une évaluation. Cet objectif est cohérent avec l'approche statistique retenue, à savoir un modèle de régression.

Novak (2014) a pourtant souligné les faiblesses statistiques des études les plus souvent mobilisées, à savoir Hertz et Smith (1993) et Bajaj et al. (2001). Il convient donc de demeurer prudent quant à la réalité de la capacité prédictive de ces modèles. Notamment, la capacité des modèles à isoler la portion de la décote attribuable à seule dimension illiquidité reste débattue. En outre, la capacité des modèles à s'appliquer à d'autres périodes de temps que celle utilisée dans l'étude n'est pas toujours bien démontrée.

b) Effet de l'introduction en bourse

Une autre approche pour mesurer la décote de liquidité consiste à s'intéresser au comportement de la valeur d'un titre à l'occasion d'un événement spécifique tel qu'une opération d'introduction en bourse. Il s'agit ici de comparer la valorisation extériorisée lors d'une transaction intervenue sur une société non cotée, mais qui le devient ensuite, avec le cours de cette même société postérieurement à l'introduction de bourse.

Cette approche a été retenue par des auteurs tels qu'Emory et al. (2002). Les décotes extériorisées par les travaux d'Emory et al. (2002), sur la base de 543 transactions pré-IPO (la transaction devant intervenir dans un délai de 5 mois avant l'introduction en bourse) observées entre 1980 et 2000, font ressortir une décote moyenne et médiane d'environ, respectivement, 46 % et 47 %.

La démarche est intéressante, même si bien sûr il peut s'avérer, dans certains cas, difficile d'obtenir des informations publiques disponibles relatives à des transactions intervenues

antérieurement à une introduction en bourse (ces transactions devant être, en outre, suffisamment récentes).

c) Illiquidité et maturité

Un autre courant de littérature rappelle que l'effet de l'illiquidité est d'autant plus important que la maturité de l'actif concerné est longue. C'est le cas de Darolles (2017), Darolles et Roussellet (2017) et Darolles (2018). Le sujet est d'autant plus d'actualité que bon nombre d'investisseurs, à la recherche d'une meilleure rentabilité, n'hésitent pas à privilégier des actifs détenus sur une période long terme. Or, plus un actif est détenu sur une période longue, moins cet actif est liquide et plus il est sensible à des chocs de marché.

Les auteurs soulignent, à propos des fonds ouverts mélangeant à la fois des actifs liquides et illiquides, que l'illiquidité associée à des actifs long terme perturbe l'analyse de la performance de ces fonds. La question de l'optimisation de la gestion des fonds ouverts est donc posée.

En effet, la cotation des actifs long terme peut être moins fréquente, et les informations sur leur volatilité moins facilement disponibles. Par conséquent, les modèles de gestion des fonds devraient mieux prendre en compte la dimension d'illiquidité des actifs investis à long terme. Les auteurs mettent d'ailleurs en avant que les gérants commencent à réfléchir à des modèles permettant de mieux appréhender le risque de liquidité.

d) Illiquidité des actions selon la nature des différentes actions émises

Une autre façon d'apprécier les enjeux de liquidité consiste à comparer la liquidité de différentes classes d'actions émises par une même société (Damodaran, 2006b, p. 518).

Un important courant de recherche a notamment analysé le comportement des *restricted securities*, c'est-à-dire des titres soumis à des contraintes de liquidité spécifiques. Par exemple, en application du paragraphe 144 de la *Rule SEC*, les *restricted securities* :

- ne peuvent être cédées pendant une période d'un an ;
- sont soumises à des contraintes en termes de cession au-delà de cette première année (les volumes de titres susceptibles d'être cédés sont plafonnés).

Par exemple, Johnson (1999) a estimé que la décote susceptible d'affecter les *restricted securities* se montait à environ 20 %, sur la période 1991-1995 aux Etats-Unis. Johnson s'inscrit dans le prolongement d'un important courant de littérature : il note ainsi qu'en 30 ans, pas moins de 11 études ont été réalisées aux Etats-Unis sur la période 1966-1995 (études conduites soit dans un contexte académique, soit dans un contexte professionnel).

2.1.2 Illiquidité des titres de dette émis par les sociétés

a) Principe de la décote d'illiquidité pour les instruments de dette

Le marché des titres de dettes est aussi de nature à mettre en évidence une décote d'illiquidité.

De la même façon que pour les titres de capitaux propres, la liquidité d'un titre de dette se caractérise par la *capacité, pour le détenteur de cet actif, à vendre immédiatement ou dans un délai court son investissement* (étude M&G Investments, 2014).

La question est d'autant plus sensible s'agissant des titres de dettes que ces derniers peuvent, à la différence de la plupart des titres de capitaux propres, faire l'objet de structurations plus ou moins complexes, affectant alors la liquidité du produit. Dans cette hypothèse, les actifs

concernés sont structurés sur mesure, en fonction des caractéristiques de quelques catégories d'investisseurs qualifiés disposant des compétences nécessaires.

La complexité des actifs concernés tient notamment au fait qu'ils ne sont pas regroupés de façon homogène par les émetteurs sur le marché. Les investisseurs sont donc susceptibles de demander une décote permettant de rémunérer cette contrainte supplémentaire.

b) Mesure de l'illiquidité des instruments de dette

Selon Chander and Lloyd (2013), l'illiquidité est généralement mesurée en comparant le prix d'un titre de dette illiquide à un titre de dette dont les caractéristiques seraient comparables et qui serait lui parfaitement liquide (par exemple titres de dettes admis à la cotation sur un marché réglementé).

La difficulté de la mesure de l'illiquidité tient alors au fait que, compte tenu des structurations décrites précédemment, l'évaluateur peut ne pas être en mesure d'identifier des actifs cotés suffisamment comparables. D'ailleurs, selon M&G Investments (2014), l'illiquidité d'un instrument de dette ne peut être mesurée de façon séparée. En réalité, la décote est analysée au cas par cas et couvre généralement des composantes difficiles à distinguer : illiquidité, risque de crédit ou encore complexité de l'actif.

La question de la mesure de la seule décote d'illiquidité semble donc ne pas être au centre des préoccupations des investisseurs, lesquels sont davantage attachés à la pertinence d'un niveau de décote perçue de façon globale.

2.2 Paramètres de marché

L'autre façon d'appréhender la question consiste à considérer que l'illiquidité est également imputable au marché lui-même. Le risque d'illiquidité change alors de nature, en devenant un risque de marché ou risque systématique. Cette distinction est fondamentale compte tenu de ses implications potentielles sur la question de la rémunération même de l'illiquidité. En effet, selon le modèle classique d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), fruit notamment des travaux de Sharpe (1964), seul le risque de marché ou systématique est susceptible d'être rémunéré car non diversifiable. Le risque intrinsèque ou spécifique peut quant à lui être éliminé par une diversification des actifs détenus.

La notion d'illiquidité appréciée au travers de la notion de risque systématique fait référence, notamment, aux cas des marchés émergents ou encore des marchés soumis à une situation de stress temporaire mais important.

2.2.1 Marchés émergents

L'illiquidité associée aux contextes des marchés émergents fait l'objet d'une attention grandissante de la part des chercheurs.

C'est ainsi que Bekaert et Harvey (2000) et Bekaert et al. (2007) ont mis en évidence l'effet sur la décote de liquidité des marchés émergents.

Les auteurs soulignent notamment que l'illiquidité est plus élevée, toutes choses égales par ailleurs, dans un environnement caractérisé par un risque systématique, c'est-à-dire un risque de marché plus élevé, comme c'est le cas dans des marchés émergents. Ils soulignent

notamment que cette illiquidité est accentuée par des facteurs associés au marché lui-même, tels que l'importance du risque politique et la faiblesse du cadre législatif dans le pays concerné.

2.2.2 Illiquidité et rentabilité de marché

Indépendamment des caractéristiques intrinsèques des sociétés cotées, l'activité observée sur le marché financier est également susceptible d'avoir un impact sur la liquidité, et donc par conséquent, sur la valorisation d'une société donnée. Pourtant, sur cette question, les résultats sont partagés.

En effet, de nombreux auteurs, dans le prolongement des travaux d'Amihud et Mendelson (1986), ont montré que les actifs les moins liquides offriraient une rentabilité plus élevée (Pastor et Stambaugh, 2003 ; Ibbotson et al., 2013 ; Brennan et al., 2013 ou Amihud et al., 2015).

De même, Ilmanen (2011) considère, sur la base d'une étude conduite aux Etats-Unis sur la période 1990-2009, que la décote de liquidité consentie par le vendeur d'un actif vient compenser et rémunérer un risque d'illiquidité supporté par l'acheteur de cet actif. Un premier lien est donc proposé entre liquidité et facteurs systématiques (facteurs de marché).

Au contraire, plus récemment, Borchering et Stein (2016), en étudiant les titres cotés aux Etats-Unis entre 1990 et 2015, ont mis en évidence que les titres les plus liquides génèreraient une rentabilité ajustée au risque significativement plus importante que leurs comparables les moins liquides. Ang (2014), quant à lui, a cherché à quantifier le niveau de décote de liquidité qui, selon l'auteur, devrait être consenti pour rémunérer un risque d'illiquidité. Il conclut que la décote d'illiquidité est comprise entre 0,7 % et 6 %, selon le degré d'illiquidité de l'actif considéré.

De leur côté, Chordia et al. (2001) documentent que la liquidité est fortement corrélée aux cycles de rentabilité des marchés financiers. Ils soulignent ainsi que, lorsque la rentabilité des marchés est élevée, la liquidité est elle-même forte, et inversement.

2.2.3 Illiquidité et marché en situation de stress temporaire

Dans le prolongement des travaux précédents, nous pouvons souligner qu'un marché financier en situation de *stress* temporaire important peut également faire ressortir une décote de liquidité touchant une large catégorie d'actifs, sous l'effet notamment des phénomènes massifs de fuite vers la liquidité et de désendettement (Khandani et Lo, 2007).

Brunnermeier et Pedersen (2009) montrent qu'en période de stress de marché, le niveau de l'illiquidité et le prix de marché de la liquidité augmentent, ce qui est parfaitement cohérent avec la théorie de la microstructure des marchés (O'Hara, 1995).

Khandani et Lo (2011) mettent en évidence qu'il est nécessaire de distinguer entre deux phénomènes d'illiquidité :

- une illiquidité affectant certains actifs moins liquides que d'autres et justifiant, pour cette raison, une rémunération plus élevée ;
- et une illiquidité affectant de façon plus générale les actifs dans un contexte de marché moins performant (en cas de *choc* sur un marché). Les auteurs précisent que cette composante doit être appréciée comme étant assimilable à une prime de risque systématique.

Plus récemment encore, Ang et al. (2014) se sont intéressés à la façon dont la liquidité pouvait être influencée par la prise en compte du risque systématique. Ils ont notamment mis en

évidence que l'existence d'un contexte de crise temporaire limitait les opportunités d'arbitrage offertes aux investisseurs. Les auteurs situent leurs travaux dans le cadre d'une crise de liquidité qui interviendrait soudainement, sans que les acteurs n'aient le temps de modifier la composition de leur portefeuille. Les investisseurs se retrouvent ainsi bloqués avec des actifs qui étaient liquides, mais qui ne le sont plus sous l'effet de cette crise temporaire. Dans ce contexte, la décote de liquidité est susceptible d'affecter une grande partie des actifs. Ici encore, la question de la liquidité va donc bien au-delà du seul risque spécifique.

De même, en 2016, l'impact de la liquidité a été mis en évidence s'agissant de la valeur de fonds immobiliers localisés au Royaume-Uni suite au Brexit. Sept groupes financiers anglais ont ainsi décidé de suspendre les demandes de remboursement formulées par les investisseurs sur certains fonds immobiliers. Les investisseurs se voyaient offrir la possibilité de vendre leur part, mais sous condition d'accepter une décote d'environ 25 %...

Moss et Lux (2014) étudient les sociétés cotées immobilières européennes entre 2002 et 2012. Leurs résultats mettent en évidence, toutes choses égales par ailleurs, qu'il existe une prime, en termes de valorisation, pour les sociétés les plus liquides, et que cette prime s'est fortement accrue depuis la crise de 2008. Pour mesurer cette prime, ils mettent en perspective la NAV³ des sociétés concernées et leur capitalisation boursière. Toujours sur le marché immobilier, Hill et al. (2012) ont identifié une relation positive entre la valeur d'une entreprise immobilière et sa liquidité, mesurée ici par sa trésorerie.

Ainsi, dans le prolongement des propos de Green (2015), ces différentes études et observations de marchés confortent l'idée selon laquelle la liquidité devrait également être vue comme étant associée à un risque de marché (ou risque systématique), et pas seulement un risque intrinsèque (c'est-à-dire un risque spécifique au titre considéré).

2.3 Valorisation de l'illiquidité par les marchés

L'illiquidité peut être appréhendée de différentes façons par les marchés.

Damodaran (2006b) résume les principales approches pouvant être utilisées :

- l'illiquidité peut tout d'abord être prise en compte au travers d'une décote appliquée à la valeur d'un actif liquide ; c'est l'approche la plus simple dans sa mise en œuvre, même si la question du pourcentage devant être appliqué demeure posée : les pourcentages proposés sont très variables d'un auteur à un autre (cf. infra, de 17 % à 50 %...), rendant cette approche difficile à appliquer ;
- l'illiquidité peut également être obtenue en ajustant le taux d'actualisation. La première approche consiste à appliquer au taux d'actualisation une prime permettant de refléter le risque associé à l'illiquidité d'un actif. Ici encore, l'approche se heurte à la difficulté de déterminer le niveau de prime pertinent devant être pris en compte dans le calcul du taux d'actualisation. C'est le cas des spreads appliqués aux titres de dette (cf. Green, 2015).

Une autre méthode, avancée par Pastor et Stambaugh (2003), consisterait à ajouter au calcul du coût des capitaux propres un paramètre bêta de liquidité. Ce bêta permettrait de mesurer la sensibilité de la valeur d'un actif financier à une variation de la liquidité du marché. Selon les auteurs, le bêta de liquidité serait de 1 pour un actif dont la valeur serait fortement corrélée à la

³ Net Asset Value est l'indicateur de référence dans le secteur de l'immobilier.

liquidité du marché ; le bêta serait de 0 pour un actif dont la valeur serait décorrélée de la liquidité du marché. L'intérêt de cette approche serait de pouvoir mettre en place des stratégies de gestion de portefeuille consistant à diversifier les actifs selon leur niveau de bêta de liquidité, et plus seulement leur bêta de rentabilité.

La majoration du taux d'actualisation est cohérente avec les résultats obtenus par Saad et Samet (2017), portant sur une période allant de 1985 à 2012 et 52 pays, qui montrent que le coût implicite des fonds propres des sociétés cotées augmente avec le niveau d'illiquidité et ce, d'autant plus en situation de stress de marché.

Plus récemment, des modèles optionnels ont été développés afin d'estimer la décote associée au manque de liquidité. Ils se fondent sur l'idée que la détention d'un titre liquide est assimilable à une option de vente (put), qui permet à son détenteur de vendre le titre à un prix déterminé à l'avance et à une date donnée future (Abbott, 2009 ; Finnerty, 2012). Le prix de l'option est alors assimilable au prix de la liquidité. Leur mise en œuvre est cependant délicate car elle implique l'estimation de la volatilité du sous-jacent, qui est souvent délicate dans le cas d'un actif non coté.

3 Illiquidité et valorisation comptable

Si les marchés tiennent compte de l'illiquidité affectant les actifs (et même si cette prise en compte est débattue, cf. supra), la question de la façon dont les valeurs comptables sont affectées par l'illiquidité reste posée. La valeur comptable demeure, par bien des aspects, différente de la valeur de marché et justifie un traitement spécifique du risque de liquidité.

3.1 Illiquidité et normes IFRS

La notion de risque lié à l'illiquidité est elle-même prévue par IAS 36. En effet, IAS 36.30 prévoit que :

Le calcul de la valeur d'utilité d'un actif doit refléter les éléments suivants :

- a) une estimation des flux de trésorerie futurs que l'entité s'attend à obtenir de l'actif ;*
- b) des attentes relatives à des variations possibles du montant ou de l'échéance de ces flux de trésorerie futurs ;*
- c) la valeur temps de l'argent, représentée par le taux d'intérêt sans risque actuel du marché ;*
- d) le prix de supporter l'incertitude inhérente à l'actif ; et*
- e) d'autres facteurs, tels que l'illiquidité, que les participants du marché refléteraient dans l'estimation des flux de trésorerie futurs que l'entité s'attend à obtenir de l'actif⁴.*

Cette prise en compte par IAS 36 fait référence à l'idée, bien comprise, selon laquelle un actif facilement et rapidement négociable a une valeur plus importante que le même actif dont la liquidité ne serait pas aussi bien assurée. Nous pouvons souligner que le normalisateur comptable a démontré une bonne capacité d'anticipation, s'agissant d'une norme publiée en mars 2004, c'est-à-dire avant la crise de 2008.

⁴ Souligné par nos soins

3.2 Illiquidité et valeurs comptables

L'intérêt de disposer de mesures de la liquidité faciles à obtenir est apparu lors de la crise de 2008. Bien évidemment, selon la nature des actifs concernés, ce type de mesure est différent. Il peut s'agir de la fourchette de prix pour les actifs cotés, du volume annuel de titres échangés... (Anson, 2010).

3.2.1 Valeurs comptables et typologie des actifs

La question de savoir dans quelle mesure les valeurs comptables doivent ou non prendre en compte les effets de l'illiquidité est notamment posée dans les contextes de crise financière.

C'est ainsi que la réflexion a été mise en avant par le rapport Marteau-Morand (2009).

Les auteurs suggèrent de distinguer les actifs destinés à être échangés et ceux ayant vocation à être portés sur le moyen et long terme : l'effet de l'illiquidité devrait être pris en compte dans la valorisation comptable des premiers mais devrait être exclue de la valorisation comptable des seconds.

Selon eux, *l'amplification comptable de la crise financière résulte précisément de la prise en compte du spread de liquidité dans la valorisation des actifs et passifs non destinés à l'échange.*

Les auteurs ajoutent même que la prise en compte de [l'impact de l'illiquidité] sur la valorisation des positions non destinées à l'échange résulte d'une erreur d'analyse économique⁵. La valorisation en *fair value* renvoie à un modèle comptable privilégiant la mesure de la performance de l'entreprise.

Sur ces bases, Marteau et Morand (2009) soutiennent que la question de l'illiquidité⁶ doit pouvoir être décomposée en deux éléments distincts :

- un spread de liquidité qui affecte, d'une façon générale, les actifs destinés à l'échange. Ce spread rémunère *le risque de ne pouvoir vendre au prix de marché la position détenue dans des conditions normales de marché* (p. 11) ; en effet, même dans des conditions de marché normales de liquidité, un investisseur *ne peut pas vendre la quantité souhaitée au prix de marché indiqué* : la cession d'une quantité trop importante peut entraîner une baisse excessive du prix de marché de l'actif considéré ; toutefois, ce spread n'affecterait pas les actifs ayant vocation à être conservés ;
- et un spread spécifique rémunérant *le risque de défiance du marché à l'égard de certaines catégories d'actifs* (p. 11) ; cette décote, qui se rajoute à la précédente, affecte uniquement certaines catégories perçues comme étant particulièrement sensibles aux situations de stress de liquidité ; ici encore, les actifs stratégiques, c'est-à-dire ceux ayant vocation à être conservés, ne devraient pas être affectés par ce spread (p. 51).

Comme nous le verrons ultérieurement (cf. 4.1), les auteurs ajoutent que, malheureusement, la composante risque *systématique* n'est aujourd'hui pas prise en compte dans les valorisations comptables.

Nous pouvons d'ailleurs observer que cette question des enjeux spécifiquement liés à la détention sur long terme des actifs de type *equity* rejoint les préoccupations normatives au

⁵ Souligné par nos soins

⁶ Selon les auteurs, ces deux composantes d'illiquidité viennent se rajouter au spread de défaut, lequel vient rémunérer le *risque de non-remboursement* (p. 11) ; ce risque affecte plus ou moins, dans des proportions différentes, tous les actifs.

niveau européen. En effet, l'EFRAG (EFRAG, 2018) a été sollicitée en juin 2018 par la Commission européenne en vue de proposer des solutions alternatives au classement en juste valeur des titres actions (en résultat ou en résultat global) imposé par la norme IFRS 9 pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019 (à l'exception des assureurs).

3.2.2 Juste valeur comptable et illiquidité

Marteau et Morand ajoutent que le modèle de juste valeur imposé par les normes comptables internationales n'est pas satisfaisant en période de crise financière.

En effet, selon eux l'assimilation de la *fair-value* au prix de marché repose sur l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés de capitaux, développée par l'École de Chicago à la fin des années 60 (Eugene Fama).

Applicable d'évidence aux valeurs d'échange (portefeuille de trading par exemple), ce principe n'est cependant plus applicable en cas de faible liquidité du marché⁷. Dans ce contexte, la valorisation comptable en *fair value* revient à valoriser un stock sur la base d'un prix extrait d'un volume de transactions marginal, ce qui est faux sur un plan théorique et ne correspond en tout cas plus aux hypothèses du modèle d'efficience (p. 11).

4 L'illiquidité de nature systématique : un risque sous-estimé ?

4.1 Un risque de nature systématique

La littérature reconnaît donc généralement que l'illiquidité d'un actif trouve sa source essentiellement dans les caractéristiques mêmes de cet actif (action non cotée, titre soumis à des restrictions de nature juridique ou fiscale). Les risques de valorisation associés à l'illiquidité systématique (en cas de crise financière) semblent mal ou sous-estimés par les intervenants de marché, les analystes, les évaluateurs, ... Pourtant, de nombreux arguments sont de nature mettre l'accent sur la nature systématique du risque d'illiquidité.

Nous remarquons tout d'abord qu'en 2008, seuls certains actifs ont vu leur liquidité s'effondrer totalement (par exemple, certains actifs titrisés et en particulier actifs de type *subprime*) ou de manière très significative (par exemple, titres de dettes émis par des entreprises mal notées). Pour autant, les effets de cette crise de liquidité se sont propagés à toutes les autres classes d'actifs : sous l'effet d'une contagion, le risque de liquidité pouvait alors perçu comme étant devenu difficilement diversifiable, et donc davantage systématique que spécifique.

Certains auteurs ont d'ailleurs mis en avant cette dimension de l'illiquidité en tant que risque de marché (Khandani et Lo, 2007 ; Khandani et Lo, 2011 ; Ang et al., 2014 ; Green, 2015).

Marteau et Morand (2009, p. 19) sont eux-mêmes clairs sur ce point en soulignant que : le spread de crédit est composé de trois éléments distincts : un spread de défaut, rémunérant le risque de non-remboursement, un spread *systématique* de liquidité, rémunérant le risque de ne pouvoir vendre au prix de marché la position détenue dans des conditions normales de marché, et un *spread spécifique* rémunérant le risque de *défiance* du marché à l'égard de certaines catégories d'actifs. Le risque *systématique* de liquidité n'est aujourd'hui pas pris en compte dans les valorisations comptables⁸, alors qu'un système de réfaction ex ante pour risque de

⁷ Souligné par nos soins

⁸ Souligné par nos soins

liquidité aurait probablement freiné l'engouement des investisseurs pour les tranches de titrisation, l'une des principales sources de la crise.

Des avertissements émanant de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) dès 2015 soulignent également les dangers associés à l'illiquidité en cas de crise financière. Notamment, la BRI⁹ souligne que la liquidité des obligations de type *high-yield* (obligations à haut rendement, ou obligations spéculatives) pourrait être affectée en cas de remontée des taux d'intérêt ou de croissance des défaillances d'entreprises, laissant bon nombre d'investisseurs *collés* à leurs actifs. Les effets des politiques monétaires non conventionnelles (ou accommodantes) conduites jusqu'à ce jour sont ainsi pointés du doigt. La Banque Centrale Européenne (BCE, 2019) a elle-même fait part de ses inquiétudes en août 2019 en soulignant que *d'une part, nous voyons un secteur de la gestion d'actifs prospère et des marchés financiers en croissance. D'autre part, les banques ont réduit la taille de leurs portefeuilles de négociation, en partie à cause d'une réglementation plus stricte. Cette évolution des forces du marché n'est pas un problème majeur lorsque la conjoncture est bonne et que les marchés sont calmes. Cependant, la liquidité du marché peut constituer un goulot d'étranglement en période de tension, lorsque de nombreux investisseurs cherchent à solder leurs positions. Dans le passé, les banques disposaient de la capacité de bilan suffisante pour absorber une grande partie des actifs proposés. En ce qui concerne le fonctionnement du marché, tout indique que ce type de mécanisme de tampon ne peut plus être utilisé, du moins pas dans la même mesure. La liquidité du marché peut s'évaporer quand on en a le plus besoin.*

Au-delà des seuls actifs de dette, les actions sont aussi susceptibles d'être significativement affectées dans un contexte de marché en situation de stress temporaire provoquée par une remontée trop rapide des taux d'intérêt (comme en 2008 par exemple).

De même, les actifs réels de type immobilier sont concernés par cette question. Ainsi, comme évoqué précédemment, en 2016 dans la perspective du Brexit, sept groupes financiers anglais ont ainsi décidé de suspendre les demandes de remboursement formulées par les investisseurs sur certains fonds immobiliers. Les investisseurs se voyaient offrir la possibilité de vendre leur part, mais sous condition d'accepter une décote d'environ 25 %...

Le risque associé à l'illiquidité de nature systématique est donc sans doute sous-estimé aujourd'hui, voire méconnu, alors qu'il représente certainement l'un des enjeux majeurs dont devront se préoccuper les émetteurs et les évaluateurs dans les années à venir.

Dans ce contexte, nous cherchons à comprendre dans quelle mesure les acteurs financiers concernés par les questions d'évaluation (analystes financiers, auditeurs, évaluateurs,...) sont :

- sensibles à la notion de risque d'illiquidité systématique (contexte de crise économique ou financière majeure),
- et à l'aise avec la mesure de ce risque.

Pour appuyer cette recherche, nous avons conduit une enquête auprès d'un public concerné par cette question. Dans le cadre de cette enquête, nous avons privilégié les actifs de nature equity.

4.2 Présentation de l'étude

9 Cf. rapport trimestriel publié en mars 2015

L'étude a été conduite au cours du second semestre 2018 auprès d'un public de 454 professionnels de la finance, enseignants ou étudiants dans le domaine de la finance. Les personnes interrogées sont toutes basées en France.

Le questionnaire (cf. 7 Questionnaire) a été administré via internet sur la plateforme *Google Forms*. Sur les 454 questionnaires envoyés, nous avons obtenu, après 2 relances, 153 réponses, soit un taux de réponse de 33,7 %. Ce taux est satisfaisant compte tenu de la spécificité de la question posée.

Le profil des répondants est présenté en Tableau 1, Panels A, B et C. Les répondants sont majoritairement âgés entre 30 et 40 ans (dans 35,3 % des cas), ayant un effectif 5 ans d'études supérieures (dans près de 70 % des cas), exerçant les fonctions d'évaluateur ou d'auditeur externe (dans près de 60 % des cas).

4.3 Principaux résultats

Les principaux résultats tendent à montrer que les acteurs financiers concernés par les questions d'évaluation sont à la fois :

- peu sensibles à la notion de risque d'illiquidité systématique,
- et peu à l'aise avec la mesure de ce risque.

4.3.1 Illiquidité et environnement normatif

Tout d'abord, s'agissant de l'environnement normatif (question 2.1), il ressort (cf. Tableau 2, Panel A) que la majorité des répondants (plus de 56 %) ne savent pas que cette question d'illiquidité est expressément prévue par la norme IAS 36, norme qui structure et oriente bon nombre de travaux conduits dans un contexte d'évaluation.

Or, comme rappelé précédemment, le normalisateur comptable international a en effet prévu que *le calcul de la valeur d'utilité d'un actif doit refléter les éléments suivants :*

(...)(e) d'autres facteurs, tels que l'illiquidité....

Par conséquent, une évaluation conduite sans prendre en compte les effets de l'illiquidité n'est pas, en tout état de cause, conforme aux prescriptions de la norme IAS 36.

4.3.2 Contextes et nature de la notion d'illiquidité

En outre, nous avons interrogé les professionnels sur la question des contextes dans lesquels le risque d'illiquidité est le plus prégnant et de la nature de ce risque (Question 2.2). Il ressort (cf. Tableaux 2, Panel B) de l'enquête que le risque d'illiquidité est bien identifié dès lors qu'il s'agit d'évaluer des titres non cotés (plus de 61 % des cas), à défaut d'être toujours bien mesurée. Nous relevons d'ailleurs (Question 4.2) que dans la majorité des cas (plus de 62 % des cas), les répondants pensent que la décote d'illiquidité n'est pas correctement distinguée de la décote de taille, et ce quel que soit le contexte (préparation des comptes, M&A ou gestion de portefeuille). Par conséquent, une certaine confusion semble régner en pratique, sur un sujet pourtant central, s'agissant notamment des PME.

Notons que l'illiquidité affectant un titre non cotée est cohérente avec la vision d'un risque d'illiquidité de nature spécifique, mais ne permet nullement de prendre en compte un risque de marché (contexte de stress financier).

En outre, nous relevons (Question 2.4) que les répondants sont une large majorité (près de 52 % des cas) à considérer que l'illiquidité :

- est un risque à la fois de nature spécifique et systématique,
- et non pas un risque de nature spécifique ou systématique.

Ainsi, les risques de valorisation associés à l'illiquidité systématique (en cas de crise financière) semblent mal ou sous-estimés par la plupart des répondants.

Or la question de savoir si l'illiquidité est un risque systématique ou spécifique est essentielle en termes d'évaluation. En effet, si l'illiquidité est un risque de nature spécifique, et donc diversifiable il ne saurait être rémunéré autrement que par une prime ou une décote spécifique à chaque actif concerné. Or, la situation de crise/stress économique ou financier fait bien partie du système/modèle financier/de marché...

Enfin, la grande majorité (plus de 80 %) des répondants (Question 3.2) sont d'accord avec l'idée selon laquelle l'illiquidité n'affecte que les actifs ayant vocation à être échangés, et non ceux détenus dans un objectif de détention long terme (en cohérence avec la position mise en avant par Marteau et Morand, 2009).

4.3.3 Mesure de l'illiquidité de type spécifique

Nonobstant les incertitudes relatives à la notion même d'illiquidité, nous avons cherché à connaître la pratique en termes de mesure de cette illiquidité de type spécifique (Tableaux 2, Panel C).

Pour les répondants qui considèrent que l'approche la plus satisfaisante consiste à majorer le taux d'actualisation (Question 2.8), le niveau de cette majoration devrait être selon eux majoritairement (pour 42,5 % des répondants) compris entre 2 % et 5 % (pour les actifs de type equity et en dehors d'un contexte de stress économique ou financier).

Pour les répondants qui considèrent, au contraire, que l'approche la plus satisfaisante pour tenir compte de la notion d'illiquidité consiste à appliquer une décote à la valorisation obtenue (Question 2.9), la majorité (58 %) pense que cette décote devrait être comprise entre 15 % et 40 %. L'amplitude des décotes proposées par la littérature ne permet cependant pas d'être conclusif sur le sujet.

Malgré tout, la majorité (62 %) des répondants estime (Question 3.3) que la prise en compte du risque d'illiquidité pour les sociétés cotées est peu pertinente, voire impossible à mettre en œuvre. Plusieurs explications peuvent être formulées :

- soit les répondants considèrent que seuls certains actifs sont affectés par une illiquidité totale (par exemple, certains actifs titrisés et en particulier actifs de type subprime) ou de manière très significative (par exemple, titres de dettes émis par des entreprises mal notées), les autres actifs restant liquides ; pour autant, nous pouvons observer (cf. précédemment 4.1) que l'effet de contagion vers toutes les autres classes d'actifs est bien réel (comme en 2008 par exemple) ;
- soit ils considèrent que la survenance de ce risque est trop peu probable pour être prévisible ni même modélisable (queues de distribution).

Ici aussi, cela semble montrer que la vision d'un risque d'illiquidité de nature spécifique est dominante au détriment d'une vision systématique. Les risques extrêmes ne sont pas correctement pris en compte dans les valorisations.

4.3.4 En synthèse

En synthèse, nous avons également cherché à savoir si les répondants pensaient que la question de l'illiquidité était correctement prise en compte dans les travaux d'évaluation.

Sans surprise, les personnes interrogées considèrent en majorité que la notion de risque associé à l'illiquidité potentielle des actifs ou des passifs n'est pas correctement perçue ou prise en compte par les évaluateurs (cf. Tableaux 3, Panel A), ni dans un contexte de M&A, ni dans un contexte de préparation des comptes (Question 4.1)... La question reste donc largement en suspens aujourd'hui.

De même, les répondants (questions 4.3) pensent, à plus de 78 %, que les évaluateurs ne tiennent pas suffisamment compte du risque d'illiquidité de marché et que les enseignements de la crise de 2008 n'ont pas été tirés (cf. Tableaux 3, Panel A). Ce point est important dans la mesure où c'est la crise de 2008 qui avait largement contribué à rappeler à la communauté des évaluateurs l'importance de la notion d'illiquidité (voir notamment rapport Marteau-Morand, 2009).

De même, majoritairement (dans plus de 71 % des cas), les répondants considèrent (Question 4.4) que les évaluateurs tiennent compte des seuls événements les plus raisonnablement probables (modèles de type CAPM) sans intégrer en complément les occurrences les plus extrêmes (cf. Tableaux 3, Panel B). Les critiques formulées en 2008 à l'encontre des méthodes d'évaluation restent donc aujourd'hui valables.

En synthèse, si l'illiquidité associée à un titre non coté est probablement identifiée par les évaluateurs, à défaut d'être réellement prise en compte, celle liée à la survenance d'événements de marché de nature exceptionnelle dans un contexte de stress financier sévère, est sans doute très mal appréciée. Les états d'esprit, pas plus que les modèles, ne semblent intégrer des scénarios de crise extrême (les queues de distribution statistique), tels que celui de 2008, c'est-à-dire des contextes dans lesquels seuls certains actifs sont affectés par une illiquidité totale ou significative, mais entraînent dans leur chute toutes les autres classes ; dans ces situations, et par effet de contagion, la nature du risque d'illiquidité est modifiée : le risque n'est plus spécifique, il devient systématique...

Les leçons de la dernière grande crise n'ont peut-être pas toutes été tirées, sauf à considérer que la position de Marteau-Morand (2009) est implicitement prise en compte par tous les intervenants de marché (l'illiquidité n'est pas à prendre en compte dès lors que les actifs sont détenus dans un objectif de long terme).

5 Tableaux

Tableaux 1 - Profil des répondants

Panel A

Age des répondants	Freq.	Pourcentages	Cum.
de 20 à 30 ans	25	16,3 %	16,3 %
de 30 à 40 ans	54	35,3 %	51,6 %
de 40 à 50 ans	49	32,0 %	83,6 %
Plus de 50 ans	25	16,3 %	100,0 %
Total	153	100,0 %	-

Panel B

Niveau académique des répondants	Freq.	Pourcentages	Cum.
Bac +3 ou moins	5	3,3 %	3,3 %
Bac +4	18	11,8 %	15,0 %
Bac +5	107	69,9 %	85,0 %
Bac +6 ou plus	6	3,9 %	88,9 %
Diplôme spécifique	17	11,1 %	100,0 %
Total	153	100,0 %	-

Panel C

Fonction des répondants	Freq.	Pourcentages	Cum.
Analyste financier sell side	7	4,6 %	4,6 %
Analyste financier buy side	8	5,2 %	9,8 %
Gérant de portefeuille	3	2,0 %	11,8 %
Analyste crédit	10	6,5 %	18,3 %
Direction financière	5	3,3 %	21,6 %
Auditeur externe	32	20,9 %	42,5 %
Expert-comptable	9	5,9 %	48,4 %
Evaluateur (société de conseil, banque d'affaires, M&A,...)	59	38,6 %	86,9 %
Enseignant	8	5,2 %	92,2 %
Autres	12	7,8 %	100,0 %
Total	153	100,0 %	-

Tableaux 2 - Principaux résultats

Panel A : illiquidité et environnement normatif

Selon vous, la prise en compte du risque d'illiquidité est-elle expressément prévue par :	Fréq.	Pourcentages
Les normes françaises	56	45,5 %
Les normes IFRS	67	54,5 %
Total	123	100,0%

Panel B : contextes et nature de la notion d'illiquidité

Quel est selon vous le contributeur le plus important à l'illiquidité des actifs ?	Fréq.	Pourcentages	Cum.
Pour l'évaluation des sociétés non cotées	94	61,4 %	61,4 %
Pour tenir compte de restrictions de cessibilité (contraintes fiscales par exemple)	23	15,0 %	76,5 %
Pour tenir compte d'un contexte où le volume des échanges est/ou pourrait être réduit (pour les actifs cotés)	12	7,8 %	84,3 %
Autres contextes	3	2,0 %	86,3 %
L'illiquidité n'est pas prise en compte	21	13,7 %	100,0 %
Total	153	100,0%	-

Quelle est selon vous la nature du risque d'illiquidité ?	Freq.	Pourcentages	Cum.
Le risque d'illiquidité doit être surtout perçu comme un risque spécifique (intrinsèque à l'actif) => le risque est non rémunérable	25	16,3 %	16,3 %
Le risque d'illiquidité doit être perçu comme un risque systématique (risque de marché) => le risque est susceptible d'être rémunéré	34	22,2 %	38,6 %
Le risque de liquidité doit être perçu comme étant à la fois un risque spécifique ET un risque systématique => le risque est susceptible d'être rémunéré, au moins pour partie	85	55,6 %	94,1 %
Sans avis	9	5,9 %	100,0 %
Autres	0	0,0 %	100,0 %
Total	153	100,0%	-

La notion de décote d'illiquidité est correctement distinguée de la décote de taille par les évaluateurs	Oui *	Pourcent.	Non **	Pourcent.	Total
Dans un contexte de préparation des comptes	56	36,6 %	97	63,4 %	153
Dans un contexte de M&A	58	37,9 %	95	62,1 %	153
Dans un contexte de gestion de portefeuille	52	34,0 %	101	66,0 %	153

De façon plus générale :	Oui *	Pourcent.	Non **	Pourcent.	Total
Le risque d'illiquidité ne devrait être pris en compte que s'agissant des actifs/passifs détenus à des fins de transaction, et non pour les actifs/passifs détenus sur le moyen/long terme (non destinés à être échangés)	123	80,4 %	30	19,6 %	153
Le risque d'illiquidité ne devrait être pris en compte que s'agissant des actifs, à l'exclusion des passifs	134	87,6 %	19	12,4 %	153

* Parfaitement d'accord et plutôt d'accord

** Pas du tout d'accord et un peu d'accord

Panel C : mesure de l'illiquidité

Si l'approche la plus satisfaisante consiste, selon vous, à majorer le taux d'actualisation, le niveau de cette majoration est-il (devrait-il être) compris entre (environ et en dehors d'un contexte de stress économique ou financier) :

	1 % à 2 %		2 % à 5 %		5 % à 10 %		Plus de 10 %		Total
Pour les actifs de type equity	32	20,9 %	65	42,5 %	39	25,5 %	17	11,1 %	153
Pour les actifs de dette	33	21,6 %	60	39,2 %	36	23,5 %	24	15,7 %	153

s	Oui *	Pourcent.	Non **	Pourcent.	Total
---	--------------	------------------	---------------	------------------	--------------

Etes-vous d'accord avec cette estimation de la décote d'illiquidité ?	89	58,2 %	64	41,8 %	153
---	----	--------	----	--------	------------

La prise en compte du risque d'illiquidité pour les sociétés cotées est peu pertinente, voire impossible à mettre en œuvre : la survenance de ce risque est trop violente pour être prévisible ni même modélisable (queues de distribution trop peu probables)	95	62,1 %	58	37,9 %	153
--	----	--------	----	--------	------------

* Parfaitement d'accord et plutôt d'accord

** Pas du tout d'accord et un peu d'accord

Tableaux 3 - Synthèse

Panel A

	Oui *	Pourcent.	Non **	Pourcent.	Total
Les évaluateurs tiennent suffisamment compte du risque d'illiquidité sur les actifs cotés. Des enseignements ont été tirés de la crise de 2007/2008	33	21,6 %	120	78,4 %	153

* Parfaitement d'accord et plutôt d'accord

** Pas du tout d'accord et un peu d'accord

Panel B

	Oui *	Pourcent.	Non **	Pourcent.	Total
Il semble que, dans la notion de risque systématique, les évaluateurs tiennent compte des seuls évènements les plus raisonnablement probables (au travers des modèles CAPM/MEDAF), sans intégrer en complément les occurrences les plus extrêmes (queues de distribution)	44	28,8 %	109	71,2 %	153

* Parfaitement d'accord et plutôt d'accord

** Pas du tout d'accord et un peu d'accord

Bibliographie

- Abbott, A. (2009). Discount for Lack of Liquidity: Understanding and Interpreting Option Models. *Business Valuation Review*, 28(3), 144-148.
- Amihud, Y., et H. Mendelson. (1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43-48.
- Amihud, Y., A. Hameed, W. Kang, et H. Zhang. (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 350-368.
- Anson, M. (2010). Measuring a premium for liquidity risk. *The Journal of Private Equity*, 6-16.
- Ang, A., D. Papanikolaou et M. Westerfield. (2014). Portfolio Choice with Illiquid Assets. *Management Science*, Vol. 60, No. 11, November 2014, pp. 2737–2761.
- Ang, A. (2014). “Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing”, Oxford University Press.
- Bajaj, M., D.J. Denis, S.P. Ferris et A. Sarin. (2001). Firm value and marketability discounts. *J. Corp. L.*, 27, 89.
- Banque Centrale Européenne. 2019. <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/structural-changes-in-financial-markets-and-implications-for-monetary-policy-implementation-804796>
- Barneto, P. et G. Gregorio. (2010). Peut-on réconcilier juste valeur comptable et efficience des marchés financiers ?. *Revue Française de Comptabilité*, n° 435, pp. 32-36.
- Bekaert, G. et C.R. Harvey. (2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *Journal of Finance* 55:565–614.
- Bekaert, G., C.R. Harvey et C. Lundblad. (2007). Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *The Review of Financial Studies* v 20 n°5: pp. 1783-1831.
- Block, S. (2007). The liquidity discount in valuing privately owned companies. *Journal of Applied Finance*, 17(2), 33.
- Borcherding, R. et M. Stein. (2016). The Value of True Liquidity (December 30, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2925772> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2925772>.
- Brennan, M., S.W. Huh et A. Subrahmanyam. (2013). An analysis of the Amihud illiquidity premium. *The Review of Asset Pricing Studies*, 3(1), 133-176.
- BRI. (2015). Rapport trimestriel publié en mars 2015. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503_fr.htm
- Brunnermeier, M.K. et L.H. Pedersen. (2009). Funding liquidity and market liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(2201-2238), 6.
- Chander, P. et T. Lloyd. (2013). Measuring the fair value of illiquid assets under GAAP. <http://www.fsgexperts.com/wp-content/uploads/2013/06/Measuring-the-Fair-Value-of-Illiquid-Assets-Under-GAAP-FINAL.pdf>
- Chordia, T., R. Roll et A. Subrahmanyam. (2001). Recent trends in trading activity and market quality. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 101, issue 2, pp. 243-263.
- Damodaran, A. (2006a). The cost of illiquidity : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf>.
- Damodaran, A. (2006b). Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. John Wiley & Sons.
- Darolles, S. (2017). Liquidity risk and investor behaviour. Issues, data and models, AMF Scientific Advisory Board Review.

- Darolles, S. (2018). Gérer les risques de liquidité – Application aux différents styles de hedge funds, Conseil scientifique de l'AMF.
- Darolles, S et G. Roussellet (2018). Managing hedge fund liquidity risks. Working paper, Université Paris-Dauphine.
- EFRAG. (2018). EFRAG Research Project Equity Instruments - Research on Measurement. <https://www.efrag.org/Activities/1806281004094308/EFrag-Research-Project-Equity-Instruments---Research-on-Measurement#>
- Emory, J.D., F.R. Dengel et J.D.jr. Emory. (2002). Discounts for Lack of Marketability Emory Pre-IPO Discount Studies 1980-2000 As Adjusted October 10, 2002, <http://www.emoryco.com/valuation-studies.shtml>.
- Finnerty, J.D. (2012). An average-strike put option model of the marketability discount. *Journal of Derivatives*, 19(4), 53.
- Green, K. (2015). The illiquidity conundrum: does the illiquidity premium really exist?. Schrodgers.
- Guide d'administration fiscale. (2006). L'évaluation des entreprises et des titres de société https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3_Documentation/guides_notices/guide_eval_entreprises.pdf
- Guide IPEV (2018). International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines [http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV %20Valuation %20Guidelines %20- %20December %202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863×tamp=1545382360113](http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863×tamp=1545382360113)
- Hertzel, M. et R.L. Smith. (1993). Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. *The Journal of Finance*, vol. XLVIII, N°2, pp. 459-485.
- Hill, M. D., G.W. Kelly et W.G. Hardin. (2012). Market value of REIT liquidity. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 383-401.
- Ibbotson, R.G., Z. Chen, D.Y.J. Kim et W.Y. Hu. (2013). Liquidity as an investment style. *Financial Analysts Journal*, 69(3), 30-44.
- Ilmanen, A. (2011). *Expected returns: An investor's guide to harvesting market rewards*. John Wiley & Sons.
- Johnson B.A. (1999). Quantitative Support for Discounts for Lack of Marketability. *Business Valuation Review: December 1999*, Vol. 18, No. 4, pp. 152-155.
- Khandani, A. et A.W. Lo. (2007). "What Happened to the Quants in August 2007?", *Journal of Investment Management* 5, 5–54.
- Khandani, A., et A.W. Lo. (2011). "Illiquidity Premia in Asset Returns: An Empirical Analysis of Hedge Funds, Mutual Funds, and US Equity Portfolios", *Quarterly Journal of Finance*, 1:1-59.
- Koeplin, J., A. Sarin et A.C. Shapiro. (2000). The private company discount. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 94-101.
- Kooli, M., M. Kortas et J.F. L'Her. (2003). A New Examination of the Private Company Discount: The Acquisition Approach. *The Journal of Private Equity*, Vol. 6, No. 3, Special Turnaround Management Issue (Summer 2003), pp. 48-55.
- Longstaff, F. (1995). How Much Can Marketability Affect Security Values?. *The Journal of Finance*, vol 50, pp. 1767-1774.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The journal of finance*. 7, 77-91

- M&G Investments. (2014). Guide to illiquid credit. New opportunities for institutional investors. <http://www.mandg.co.uk/-/media/Literature/UK/Institutional/MG-Guide-to-illiquid-credit-January-2015.pdf>.
- Marteau, D. et P. Morand. (2009). Normes comptables et crise financière. Rapport au Ministre de l'économie et des finances, de l'industrie et de l'emploi.
- Novak, P.N. (2014). Regression Analysis and the Discount for Lack of Marketability. Insights, Automne 2014. Willamette.com, pp. 86-92.
- Moss, A. et N. Lux. (2014). The impact of liquidity on the valuation of European real estate securities. *Journal of European Real Estate Research*, 7(2), 139-157.
- O'hara, M. (1995). *Market microstructure theory* (Vol. 108). Cambridge, MA: Blackwell Publishers.
- Pastor, L. et R.F. Stambaugh. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *The Journal of Political Economy*, pp. 642-685.
- Saad, M. et A. Samet. (2017). Liquidity and the implied cost of equity capital. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 51, 15-38.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- SFEV. (2018). Groupe de travail, Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières
- Zanni, K.M. (2013). The private company discount based on empirical data. *Taxation Planning and Compliance Insights*. Willamette.com.

Questionnaire

1. Présentation du contexte

1.1 Sexe

- a. Masculin
- b. Féminin

1.2 Votre âge

- a. De 20 ans à 40 ans
- b. de 40 ans à 50 ans
- c. 50 ans et plus

1.3 Niveau d'études

- a. Bac +3 ou moins
- b. Bac +4
- c. Bac +5
- d. Bac +6 ou plus
- e. Diplôme spécifique (DEC, CFA, SFAF,...)

1.4 Votre fonction

- a. Analyste financier *sell side*
- b. Analyste financier *buy side*
- c. Gérant de portefeuille
- d. Analyste crédit
- e. Vous travaillez dans une direction financière
- f. Auditeur externe
- g. Expert-comptable
- h. Evalueur au sein d'une société de conseil ou d'une banque d'affaire/M&A
- i. Enseignant

2. Evaluation et décote d'illiquidité (nature/mesure/quantification)

2.1 Selon vous, la prise en compte du risque d'illiquidité est-elle expressément prévue par :

- a. Les normes comptables françaises
- b. Les normes comptables IFRS

2.2 Selon vous, la prise en compte de l'illiquidité est la plus fréquente dans les contextes suivants :

- a. Pour l'évaluation des sociétés non cotées
- b. Pour tenir compte de restrictions de cessibilité (contraintes fiscales par exemple)
- c. Pour tenir compte d'un contexte où le volume des échanges est/ou pourrait être réduit (pour les actifs cotés)
- d. Autres contextes
- e. L'illiquidité n'est pas prise en compte

2.3 *Quel est selon vous le contributeur le plus important à l'illiquidité des actifs ?*

- a. Les actifs (equity ou dette) les plus sensibles au risque d'illiquidité sont surtout les actifs dont la notation est la plus faible
- b. S'agissant des titres de dette, les actifs les plus sensibles au risque d'illiquidité sont surtout les actifs dont la maturité est la plus faible
- c. Les actifs (equity ou dette) les plus sensibles au risque d'illiquidité sont surtout les actifs non cotés
- d. Autre
- e. Sans avis

2.4 *Quelle est selon vous la nature du risque d'illiquidité ?*

- a. Le risque d'illiquidité doit être surtout perçu comme un risque spécifique (intrinsèque à l'actif) => le risque est non rémunérable
- b. Le risque d'illiquidité doit être perçu comme un risque systématique (risque de marché) => le risque est susceptible d'être rémunéré
- c. Le risque de liquidité doit être perçu comme étant à la fois un risque spécifique ET un risque systématique => le risque est susceptible d'être rémunéré, au moins pour partie
- d. Sans avis

2.5 *Le niveau de la décote d'illiquidité dépend de la capacité ou non à mettre en place une stratégie de couverture. Lorsqu'une stratégie efficace est possible, la décote doit être réduite à zéro*

- a. Non, pas du tout d'accord
- b. Oui, un peu d'accord
- c. Plutôt d'accord
- d. Parfaitement d'accord

2.6 *L'approche la plus satisfaisante de la mesure du risque d'illiquidité consiste à :*

- a. Majorer le taux d'actualisation en intégrant une prime de risque spécifique
- b. Majorer le taux d'actualisation en ajoutant un beta d'illiquidité
- c. Appliquer une décote forfaitaire à la valeur d'entreprise ou des capitaux propres

2.7 *Selon l'approche privilégiée, quelle est la fréquence de mise à jour de l'information ?*

- a. Mise à jour plus fréquente que semestrielle
- b. Mise à jour semestrielle
- c. Mise à jour annuelle
- d. Mise à jour moins fréquente qu'annuellement
- e. Aucune mise à jour

2.8 *Si l'approche la plus satisfaisante consiste, selon vous, à majorer le taux d'actualisation, le niveau de cette majoration est-il (devrait-il être) compris entre (environ et en dehors d'un contexte de stress du marché/environnement économique ou financier) :*

- a. Pour les actifs de type equity
 - i. 1 % et 2 %
 - ii. 2 % et 5 %
 - iii. 5 % et 10 %
 - iv. Au-delà de 10 %
- b. Pour les actifs de dette
 - i. 1 % et 2 %
 - ii. 2 % et 5 %
 - iii. 5 % et 10 %
 - iv. Au-delà de 10 %

2.9 S'agissant du niveau de décote, certains auteurs et professionnels recommandent une décote comprise entre, environ, 15 % et 40 % pour une période comprise entre 1 an et 5 ans. Que pensez-vous de cette estimation de la décote d'illiquidité ?

- a. Non, pas du tout d'accord
- b. Oui, un peu d'accord
- c. Plutôt d'accord
- d. Parfaitement d'accord

3. Décote d'illiquidité - Les limites à la prise en compte du risque d'illiquidité

3.1 La mesure de l'illiquidité ne devrait pas être systématiquement prise en compte car elle est trop complexe et les difficultés pratiques sont trop nombreuses

- a. Il est difficile d'isoler la prime d'illiquidité des autres primes de risque
- b. Les données sur la rentabilité des actifs illiquides sont biaisées
- c. Le risque des actifs illiquides est difficile à mesurer
- d. S'agissant des passifs, la prise en compte de l'illiquidité est contre-intuitive (la prise en compte de l'illiquidité se traduirait, par exemple, par une hausse du taux d'actualisation, et donc par une baisse de la valeur de l'engagement)
- e. La liquidité est variable dans le temps
- f. Je ne suis pas d'accord avec cette affirmation

3.2 De façon plus générale :

- a. Le risque d'illiquidité ne devrait être pris en compte que s'agissant des actifs/passifs détenus à des fins de transaction, et non pour les actifs/passifs détenus sur le moyen/long terme (non destinés à être échangés)
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

- b. Le risque d'illiquidité ne devrait être pris en compte que s'agissant des actifs, à l'exclusion des passifs
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

3.3 La prise en compte du risque d'illiquidité pour les sociétés cotées est peu pertinente, voire impossible à mettre en œuvre : la survenance de ce risque est trop violente pour être prévisible ni même modélisable (queues de distribution trop peu probables)

- a. Non, pas du tout d'accord
- b. Oui, un peu d'accord
- c. Plutôt d'accord
- d. Parfaitement d'accord

4. Conclusion : Evaluation et décote d'illiquidité - Perception/compréhension de la problématique par les parties prenantes

4.1 La notion de risque associé à l'illiquidité potentielle des actifs ou des passifs est correctement perçue/prise en compte par les évaluateurs

- a. Dans un contexte de préparation des comptes
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord
- b. Dans un contexte de M&A
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord
- c. Dans un contexte de gestion de portefeuille
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

4.2 La notion de décote d'illiquidité est correctement distinguée de la décote de taille par les évaluateurs

- a. Dans un contexte de préparation des comptes
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

- b. Dans un contexte de M&A
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord
- c. Dans un contexte de gestion de portefeuille
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

4.3 Les évaluateurs tiennent suffisamment compte du risque d'illiquidité sur les actifs cotés. Des enseignements ont été tirés de la crise de 2007/2008

- a. Actifs equity
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord
- b. Actifs dette
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord

4.4 Il semble que, dans la notion de risque systématique, les évaluateurs tiennent compte des seuls événements les plus raisonnablement probables (au travers des modèles CAPM/MEDAF), sans intégrer en complément les occurrences les plus extrêmes (queues de distribution)

- a. Actifs equity
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord
- b. Actifs dette
 - i. Non, pas du tout d'accord
 - ii. Oui, un peu d'accord
 - iii. Plutôt d'accord
 - iv. Parfaitement d'accord