

Juste valeur et valeur de modèle

L'application de la norme IAS 39

sur les instruments financiers non cotés implique le recours à des techniques de valorisation complexes. Les valeurs issues de ces modèles restent des valeurs relatives, dépendantes de leurs modèles et de facteurs non mesurables.



YVES BERNHEIM

Associé

Mazars & Guérard

CONFORMÉMENT AUX DISPOSITIONS contenues dans la norme internationale IAS 39, tous les instruments financiers dérivés, quelle que soit l'intention dans laquelle ils sont détenus, et tous les instruments financiers actifs ou passifs détenus à des fins de transaction, ainsi que les actifs financiers disponibles à la vente, doivent être comptabilisés au bilan «à leur coût qui est la juste valeur de la contrepartie donnée (dans le cas d'un actif) ou reçue (dans le cas d'un passif) en échange». La juste valeur est définie comme étant «le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif réglé, entre des parties bien informées et consentantes, dans le cadre d'une tran-

est lié à un instrument de capitaux propres et qui doit être réglé par remise de cet instrument.

LE RECOURS AU MODÈLE INTERNE DE VALORISATION

L'utilisation d'une technique d'évaluation constitue une méthode alternative, par défaut, en l'absence de prix de marché. Or, malgré le constat d'une «financiarisation» accrue des échanges, il peut être observé que la grande majorité des instruments financiers et, plus particulièrement, des produits dérivés ne font pas l'objet de négociations sur un marché actif dont les prix sont observables. Dès lors, leur évaluation ne peut s'effectuer que selon deux approches :

- la première peut être qualifiée d'analogique : elle consiste à recourir à la valeur de marché d'un instrument financier coté, présentant des caractéristiques identiques ou très proches de celles de l'instrument à évaluer ;
- la seconde est le recours à une technique de valorisation reposant sur le principe de la modélisation.

La méthode de valorisation par analogie ou similarité apparaît théoriquement valable mais s'avère, en pratique, très peu utilisée dans la mesure où la notion de «caractéristiques similaires» est difficile à mettre en œuvre et/ou à démontrer. En effet, généralement, deux instruments financiers qui peuvent présenter un profil de risque de taux ou de

“La variable «volatilité» constitue un élément déterminant dans le modèle utilisé.”

saction effectuée dans des conditions de concurrence normale». Il est ajouté que la juste valeur de la plupart des actifs financiers classés comme actifs disponibles à la vente ou détenus à des fins de transaction est présumée déterminable de façon fiable, mais que cette présomption peut être infirmée lorsqu'on ne dispose pas de prix cotés sur un marché actif ou pour un dérivé, qui

change comparable pour des durées et des échéances identiques ne sont pas émis par la même contrepartie et génèrent, par conséquent, un risque de crédit voire de liquidité différent qui ne permet pas de respecter le critère de similarité.

Le recours à une technique de valorisation se traduit par l'application du principe dit de «*mark-to-model*» qui s'oppose à celui du «*mark-to-market*», fondé lui-même sur l'existence d'un marché actif.

EXEMPLES D'INSTRUMENTS ÉVALUÉS AU «MARK-TO-MODEL»¹

Avant d'exposer la problématique des valorisations par modélisation, il convient de fournir quelques exemples d'utilisation de modèles pour déterminer le prix et donc la valeur comptable de certains instruments financiers. Ces exemples concernent des instruments négociés par des établissements de crédit, dans le cadre de leurs activités de marché. Dans une option sur action, si l'action sous-jacente est cotée, les variables que sont le taux d'intérêt sans risque et le cours de l'action sont maîtrisables car elles sont facilement observables ; en revanche, la volatilité implicite qui dépend du prix d'exercice de l'option doit être prise en compte par la technique du modèle. Les paramètres qui sont retenus dans les modèles de valorisation d'options sur actions diffèrent si l'option est courte ou longue. En effet, si dans les deux cas, les rendements des actions ne suivent pas une loi normale (ce qui est de nature à remettre en cause l'utilisation du modèle de Black and Scholes couramment employée), plus l'option est longue, plus il convient de tenir compte d'une volatilité décroissante en raison d'une tendance observée de retour à la moyenne des rendements des actions sur une certaine période. La variable «volatilité» constitue donc un élément déterminant dans le modèle utilisé, sur laquelle repose toute la fiabilité de l'évaluation. En outre, lorsque la maturité est plus longue, la sensibilité de l'option aux variations des taux d'intérêt est plus grande et l'estimation des dividendes sur la période est plus aléatoire.

Un deuxième exemple est celui d'instruments très utilisés sur les marchés américains et non absents des *books*

de *trading* d'établissements non américains : les *mortgage backed securities* (MBS) ou créances hypothécaires. Il s'agit d'un titre de taux d'intérêt soumis à un remboursement anticipé. En l'absence de cotation de ces instruments, leur évaluation s'effectue sur la base d'un modèle qui doit intégrer les caractéristiques essentielles de l'instrument, à savoir :

- le titre de taux d'intérêt qui s'évalue en actualisant les flux futurs ;
- la composante optionnelle dont le sous-jacent est une courbe de taux d'intérêt ;
- un dérivé implicite qui est l'option de remboursement partiel anticipé au pair.

La valorisation de chacune de ces composantes présente ses difficultés propres qui concernent notamment la méthode d'interpolation des flux futurs, l'approche et la modélisation du comportement dans le temps de la courbe de taux d'intérêt, l'approche et la modélisation du comportement des emprunteurs initiaux individuels qui ne réagissent pas nécessairement de manière rationnelle aux évolutions des paramètres de marché (taux d'emprunt).

Ces deux exemples d'instruments et la présentation simplifiée de leurs caractéristiques essentielles et des facteurs susceptibles d'affecter la valorisation, mettent en évidence la complexité des modèles d'évaluation et, par conséquent, les risques qu'ils génèrent quant à la fiabilité de cette évaluation.

CRITÈRES DE FIABILITÉ DE LA VALEUR

La complexité des modèles d'évaluation oblige à rappeler certains principes ou critères fixés par les normalisateurs comptables pour permettre de satisfaire à la condition d'une évaluation régulière, sincère et fidèle :

- fiabilité et comparabilité ;
- pertinence signifiant utilité pour permettre de prendre une décision (par un investisseur notamment) ;
- caractère vérifiable ;
- neutralité (c'est-à-dire absence de biais introduit par la personne chargée de l'évaluation dans son intérêt propre ou celui de l'établissement concerné) ;
- continuité de l'exploitation, prudence, rattachement satisfaisant des produits et des charges.

En ce qui concerne la fiabilité, il faut

¹ Voir ouvrage «Juste valeur»,
Edition Economica, Mazars –
«Juste valeur et risque de modèle», p. 167 et s. par Michel Bois.

observer qu'elle correspond à l'objectif recherché et qu'elle est donc elle-même dépendante du respect des autres conditions (phénomène d'interdépendance). La comparabilité ne se présume pas, elle exige à la base :

- la mise à disposition de l'utilisateur de toutes les données qui permettent de s'assurer du caractère comparable ;
- la maîtrise suffisante par cet utilisateur de la technique utilisée, ce qui est loin d'être évident ;
- une transparence suffisante des modèles utilisés.

Ce dernier point constitue en soi une source de difficultés, dans la mesure où, fréquemment, les modèles internes de valorisation développés par des établissements sont le résultat de travaux nécessitant une très grande expertise. Ils sont, par conséquent, un élément d'un *know how* spécifique de l'établissement, voire ils revêtent un caractère «stratégique» tel qu'ils ne peuvent donner lieu à une communication trop précise et détaillée, qui serait préjudiciable au plan concurrentiel. Confidentialité et transparence s'opposent

“Ce sont les corrections de valeur qui posent le plus de problème par rapport à la fiabilité de l'évaluation.”

alors et soulèvent le problème de la «vé-rifiabilité» du modèle, en dehors même de toute question relative à la capacité technique de celui qui est chargé de cette vérification, et qui ne peut avoir la même connaissance profonde ou intime de l'instrument que celui qui l'a élaboré ou qui est chargé de sa gestion quotidienne.

LES RISQUES DE MODÈLE

Dans ce contexte de risques potentiels générés par les modèles de valorisation, les responsables des établissements de crédit concernés ont considéré qu'il était nécessaire de tenir compte dans l'évaluation, des facteurs de risques mesurables et d'affecter, en conséquence, la valeur brute issue du

modèle de «corrections». Au plan des principes, le risque de modèle peut être défini comme étant «l'éventualité de supporter des pertes ou de devoir reconnaître un résultat mal évalué en raison de l'utilisation d'un modèle de valorisation mal adapté»¹. La prise en compte de ces risques de modèle doit être différenciée dans sa nature, de celle des risques de contrepartie et des frais de gestion futurs telle qu'elle est exigée par les règles comptables et prudentielles pour toute évaluation en valeur de marché. En effet, dans le second cas, il s'agit du respect du principe de rattachement des produits aux charges. Lorsqu'un instrument est évalué au *mark-to-market* et que les variations de valeur de marché sont portées en résultat de période en période, la totalité du produit est constatée au compte de résultat, et en conséquence, il convient de lui rattacher toutes les charges passées et futures correspondantes telles que le coût du risque de contrepartie et les frais de gestion futurs (coûts directs administratifs et autres devant être supportés pour assurer la gestion de l'instrument jusqu'à son échéance). Les «corrections de valeur» relatives au risque de modèle ont une nature quelque peu différente, dans la mesure où il s'agit moins de tenir compte de coûts futurs inéluctables dans leur survenance que d'aléas identifiés mais non totalement maîtrisés au plan de leur montant potentiel.

Ce sont ces «corrections de valeur» qui posent le plus de problème par rapport aux critères énoncés plus haut quant au caractère régulier, sincère et fidèle de l'évaluation et donc à sa fiabilité. En effet, comme il a été indiqué, c'est l'absence de mise en évidence ou d'observation de «lois» au sens mathématique et donc l'impossibilité de mettre en œuvre une approche mathématique ou scientifique qui conduit à introduire des «corrections de valeur», dont, par essence, l'estimation est plus qu'aléatoire. Quel peut être le comportement et la démarche d'un tiers à l'évaluation (soit à titre de contrôle, soit à titre d'utilisateur) face à ces «corrections de valeur» ?

LE CONTRÔLE
DES CORRECTIONS DE VALEUR

L'évaluation d'instruments financiers complexes requiert une haute expertise faisant appel aux compétences mathématiques, financières, économiques, technologiques (informatiques). Elle n'est donc pas universelle et, au contraire, extrêmement concentrée auprès de quelques spécialistes. Par hypothèse et construction, en l'absence d'outils techniques utilisables, un tiers qui veut se faire une opinion sur la fiabilité d'un modèle de valorisation et donc, pour partie, sur les « corrections de valeur » qu'il introduit, devra donc s'attacher surtout au respect de procédures de contrôle interne plus qu'à la mise en œuvre de techniques alternatives (de fait n'existant pas). Les procédures à examiner sont relatives, notamment :

- à l'identification des facteurs et paramètres pour lesquels des corrections de valeur sont effectuées, à leur recensement et essentiellement à la constance de la définition de leur périmètre dans le temps ;
- à la permanence des méthodes et des critères utilisés pour procéder au chiffrage de ces corrections. Sur ce dernier point, la tâche est d'autant moins aisée que l'on est confronté à une matière très mouvante et volatile pour laquelle il est toujours possible de faire état d'une évolution soit de la technologie, soit des marchés eux-mêmes, soit des comportements des utilisateurs... permettant à chaque fois de justifier des changements dans les taux de correction.

L'évaluation initiale au bilan à la juste valeur de tous les instruments financiers, dérivés notamment, dès la date de négociation, constitue une avancée comptable. Pour autant, cette « juste » valeur, lorsqu'elle ne correspond pas à

“Même relative, une valeur peut être appréciée quant à sa «fiabilité», à condition de ne pas oublier que cela s'inscrit dans certaines limites, qui sont celles de l'acceptable.”

une valeur de marché, est le résultat du recours à la technique de valorisation dite de «modélisation». Elle intègre des « corrections de valeur » nécessaires pour tenir compte des aléas du modèle lui-même et de facteurs et paramètres n'obéissant pas à des lois scientifiques et donc mesurables. Une valeur issue d'un modèle est donc, par construction, entachée d'incertitudes lui conférant un caractère relatif qui s'oppose à celui d'exactitude, souvent et par erreur, attaché à tout ce qui est comptable. Pour autant, même relative, une valeur peut être appréciée quant à sa «fiabilité», à condition de ne pas oublier que cela s'inscrit dans certaines limites, qui sont celles de l'acceptable. Lorsqu'elles ne peuvent être respectées et vérifiées, il n'y a pas de « juste valeur » et donc pas d'évaluation comptable. ■