

## COMPTABILITÉ

# La juste valeur dans un contexte de crise financière



**Nicolas Patrigot**

Responsable  
des normes financières  
**Groupe Caisse  
d'Épargne**

La définition IFRS de la juste valeur s'avère particulièrement délicate à mettre en œuvre en période de crise financière, lorsque les marchés deviennent illiquides. De plus, ces difficultés ont relancé avec force des problématiques anciennes, comme les interrogations sur la pertinence de l'utilisation de la juste valeur pour valoriser les passifs financiers ou pour traduire la performance des stratégies d'investissement à moyen ou à long terme.

**L**a crise financière souligne les difficultés de mise en œuvre et les faiblesses de la comptabilité à la juste valeur introduite par les normes IFRS. La disparition de la liquidité a ainsi nécessité une analyse plus fine des transactions pour décider si elles intervenaient sur un marché actif ou non. Sur le marché de la titrisation, de nouveaux modèles de valorisation ont été développés pour palier la disparition des opérations.

D'autres problématiques anciennes se sont à nouveau posées avec acuité suite à la forte volatilité observée sur les marchés comme la prise en compte des variations du risque de crédit propre (*spread* de crédit propre) des émetteurs dans la valorisation des passifs comptabilisés à la juste valeur par résultat.

Le dysfonctionnement des marchés a, plus généralement, reposé la question de la pertinence de la juste valeur lorsque les prix sont éloignés des fondamentaux économiques, surtout lorsqu'elle s'applique à des

actifs n'ayant pas vocation à être cédés immédiatement ou à des passifs qui ne peuvent être rachetés.

### **DYSFONCTIONNEMENT DES MARCHÉS ET DÉGRADATION DU RISQUE**

La comptabilité à la juste valeur a entraîné des débats sur l'opportunité de retenir certaines transactions et paramètres de marché dont les évolutions traduisaient plus la défaillance des marchés qu'une dégradation de la qualité des actifs sous-jacents. En l'absence de transactions ou des paramètres de valorisation observables sur un marché actif, les normes IFRS autorisent, en effet, le recours à des modèles internes. Le passage d'une méthode fondée sur

**“La disparition de la liquidité a obligé les banques à développer et à faire valider dans l'urgence de nouveaux modèles de valorisation pour répondre aux conditions de marché.”**

les prix de marché (*mark to market*) à un modèle interne (*mark to model*) ne va cependant pas de soi : la démonstration de l'absence de marché et du caractère forcé des transactions doit être apportée.

Il est toutefois souvent apparu difficile de définir une approche objective pour décider de l'absence de marché actif. Les documentations reposent donc souvent sur des données qualitatives, définies au cas par cas en fonction du marché concerné, comme par exemple :

- la disparition du marché primaire ;
- la forte réduction des volumes du marché secondaire et l'absence de transactions régulières ;
- l'absence de teneur de marché ;
- une situation de marché unidirectionnel (offre uniquement pour les instruments de crédit structurés notamment) ;
- la forte dispersion des prix ;
- une fourchette large entre les cours acheteurs et les cours vendeurs (*spread bid ask*).

Rubrique réalisée  
en partenariat avec  
**l'ADICECEI**

\* Cette chronique a fait  
l'objet d'une première  
partie intitulée  
“Information et juste  
valeur”, publiée dans  
Revue Banque n° 704  
de juillet-août 2008.

La disparition de la liquidité a, par ailleurs, obligé les banques à développer et à faire valider dans l'urgence de nouveaux modèles de valorisation pour répondre aux conditions de marché. Ces modèles ont nécessité le recours à des sources d'information nouvelles permettant d'affiner la modélisation des portefeuilles et l'analyse de la dispersion des risques des actifs financiers complexes. Cette situation a souligné l'importance de pouvoir disposer de modèles de valorisation de substitution et de pouvoir accéder à des sources d'information détaillées permettant de corroborer les prix de marché et de faire face à la disparition de la liquidité.

Toutefois, les conditions restrictives imposées par la norme IAS 39 ne permettent pas d'écarter certains paramètres, notamment sur le marché de la titrisation où le niveau des primes et les scénarios implicites de pertes qui en résultent, sont parfois irréalistes au regard des fondamentaux du prix de certains actifs. Dans les derniers mois, l'augmentation des primes de risque de certaines entreprises dont la solidité n'est pas remise en cause, a été fortement accentuée par les mouvements spéculatifs à la baisse et les craintes de "débouclage" de produits structurés. Les justes valeurs IFRS, issues de modèles utilisant ces paramètres, ne permettent pas toujours aux utilisateurs des états financiers de distinguer les risques de pertes avérés, des décotes d'illiquidité du marché.

### LES MODALITÉS DE PRISE EN COMPTE DES VARIATIONS DU RISQUE DE CRÉDIT

L'augmentation des primes de risque de crédit propre a amené les banques à constater des gains, parfois significatifs, en raison de l'évaluation à la juste valeur de certains de

**“La comptabilité à la juste valeur a entraîné des débats sur l'opportunité de retenir certaines transactions et paramètres de marché dont les évolutions traduisaient plus la défaillance des marchés qu'une dégradation de la qualité des actifs sous-jacents.”**

leurs passifs. De manière contre-intuitive, une augmentation du risque de crédit propre et donc du coût de refinancement futur d'un émetteur se traduit, en effet, en IFRS par un gain comptable sur les passifs comptabilisés à la juste valeur par résultat.

Les modalités de prise en compte des variations du risque de crédit propre par les émetteurs ne semblent toutefois pas toujours homogènes. Les passifs financiers comptabilisés à la juste valeur par résultat correspondent d'une part aux dérivés dont la valeur est négative et aux passifs de transaction (titres vendus à découvert et opérations de pensions) et d'autre part aux passifs financiers à la juste valeur sur option, en particulier les émissions structurées comportant des dérivés incorporés. Si l'augmentation du risque de crédit propre a été prise en compte sur les émissions structurées, la mise en œuvre de ce principe est en revanche plus délicate pour les dérivés. Pour ces derniers, les ajustements pour risque de crédit propre au titre des dérivés passifs devraient être pris en compte après avoir compensé certaines positions actives et passives.

Le profit constaté au titre de la dégradation du risque de crédit propre, s'il peut trouver une justification

dans les théories comptables qui prônent la juste valeur généralisée (full fair value), ne présente, la plupart du temps, aucune substance économique. L'émetteur n'est, en effet, que très rarement en mesure de réaliser ce gain. Il faudrait par exemple pour cela qu'il rachète sa propre dette. L'option de rachat n'est toutefois pas à la main de l'émetteur pour de nombreux passifs. Dans le cas des passifs cotés, un rachat doit souvent être suivi d'une émission à un coût plus important qui annulera, dans le temps, l'essentiel du gain financier immédiat.

En conclusion, si la comptabilité à la juste valeur apparaît pertinente pour des stratégies à court terme intervenant sur un marché actif, elle devient en revanche un exercice théorique lorsque le marché est défaillant et que les actifs n'ont pas vocation à être cédés immédiatement.

L'horizon à court terme imposé par les IFRS pour la valorisation des instruments financiers apparaît inadapté aux stratégies d'investissement à moyen ou à long terme qui sont pénalisées par la volatilité immédiate des marchés alors que les actifs sous-jacents seront détenus sur une longue période. Il en va de même pour l'application de la juste valeur à des passifs qui ne sont en pratique que rarement rachetés.

L'amélioration de la pertinence et de la fiabilité de l'information financière IFRS devrait passer par le contournement de la notion de juste valeur aux seules opérations gérées en vue de bénéficier des fluctuations de marché à cours terme. ■