

OPINIONS & ACTUALITÉS

Décembre 2008

NOTES DE CRISE - 3

Nous subissons aujourd'hui une crise financière sans précédent. Tant par son ampleur que par sa complexité, qu'il s'agisse de ses causes, de son déroulement ou de ses conséquences, cette crise interpelle l'ensemble des acteurs de l'économie. Il nous a en conséquence paru opportun, au travers de quelques notes de réflexion qui s'essaieront, dans un format volontairement bref, à suivre l'actualité, d'essayer d'apporter à celle-ci l'éclairage, l'analyse ou plus simplement la réflexion du juriste.

Cette note sera consacrée à la problématique de la méthode de valorisation comptable des actifs financiers des grandes banques (cotées en général) à la "juste valeur", méthode imposée par l'approche "en substance" des normes comptables IFRS, jugées sinon responsables de la crise bancaire actuelle, mais du moins facteur d'aggravation de celle-ci.

LES ACTEURS DE LA CRISE : VALORISATION DE CERTAINS INSTRUMENTS FINANCIERS À LA JUSTE VALEUR (FAIR VALUE)

NOTRE OPINION

Il sera de bon ton, ici encore, de se féliciter que le constat commun, à l'échelon planétaire, des défaillances de la Méthode de la Juste Valeur (MJV) ait entraîné une concordance dans les réponses apportées (du moins à ce stade, s'agissant des lignes directrices communes validées par l'IASB et le FASB).

Mais force est de constater qu'il aura fallu une crise majeure et la faillite de grandes banques, commerciales ou d'investissement, pour élaborer les prémisses d'un référentiel de juste valeur propre aux instruments financiers négociés sur des marchés illiquides et inactifs et commun aux grandes économies de la planète.

Il est regrettable que les bonnes intentions des normes IFRS et la vertu attendue de la MJV aient en période de trouble, non seulement failli sur le terrain de l'information financière (de toute évidence et sans qu'il soit besoin d'en donner des exemples), mais également et surtout de l'intérêt général. En accélérant le phénomène de crise de manière finalement fortement artificielle, comme les grands régulateurs mondiaux le reconnaissent aujourd'hui, même implicitement, la MJV a montré ses insuffisances conceptuelles.

Naïveté ou dogmatisme, il est difficile de dire laquelle de ces deux causes l'a emporté sur l'autre, mais il ne peut être nié que les systèmes financiers et économiques contemporains reposent de manière centrale, depuis quelques années, sur le dogme du marché.

Or, c'est bien d'avoir donné dogmatiquement la primauté aux attentes du marché, tendance contemporaine de la gouvernance d'entreprise, qui a justifié des gestions d'entreprises axées sur le profit à court-terme et des comportements individuels souvent qualifiés de mercenaires (chez les actionnaires comme chez certains managers).

C'est également d'avoir donné, dans la construction du bilan des grandes entreprises de la planète, la même primauté dogmatique au prix de marché, cliché instantané et donc d'appréhension court-termiste d'un actif, que la volatilité des comptes s'est installée, induisant des spirales de pertes, en résultat comme en valeur.

Il ne faut certes pas condamner les efforts marqués ces dernières années en matière de gouvernance d'entreprise comme de communication financière ; il s'agit en revanche désormais, dans les cadres formels définis, d'inciter désormais à plus de fond, à plus de réflexion, sans dogmatisme ni parti pris, sur les objectifs devant être privilégiés.

Si la valeur actionnariale (*shareholder value*) doit ainsi demeurer au cœur du capitalisme moderne, la vertu restera principalement dans le domaine du court terme et l'entreprise pourra être évaluée comptablement à la valeur de marché de ses actifs et passifs dans la logique pure des IFRS, améliorés de temps à autres, au gré des crises et autres incidents de parcours.

En revanche, si, comme les nouvelles approches de la gouvernance d'entreprise le laissent entrevoir (capitalisme cognitif...), la valeur partenariale (*stakeholder value*) l'emporte, l'on pourra repenser l'entreprise dans un espace-temps moins axé sur l'instantanéité, où la performance ne se mesurera pas au cours de bourse et où d'autres références que le cours ou le prix de marché pourront guider la présentation des bilans²...

LE CONTEXTE

C'est au Zénith de Toulon, en pleine tourmente boursière et bancaire, que le Président de la République a prononcé le 25 septembre dernier un discours qui synthétise sa vision de la crise, de ses causes et de ses conséquences. Nous retiendrons ici, comme dans la plupart de nos autres "notes de crise" quelques extraits de ce discours décisif, qui encadreront les développements qui suivent :

"Une certaine idée de la mondialisation s'achève avec la fin d'un capitalisme financier qui avait imposé sa logique à toute l'économie et avait contribué à la pervertir... On a soumis les banques à des règles comptables qui ne fournissent aucune garantie sur la bonne gestion des risques mais qui, en cas de crise, contribuent à aggraver la situation au lieu d'amortir le choc... Il faut tirer les leçons de la crise pour qu'elle ne se reproduise pas. Nous venons de passer à deux doigts de la catastrophe, on ne peut pas prendre le risque de recommencer... Il va falloir s'interroger sur l'obligation de comptabiliser les actifs aux prix du marché qui se révèlent si déstabilisant en cas de crise".



LES RÈGLES COMPTABLES INCRIMINÉES

1. Les normes IFRS. Chaque crise est l'occasion de nouvelles réformes. Les scandales financiers du début des années 2000 en Europe et aux États-Unis (Enron, WorldCom...) avaient en leur temps justifié une première vague de législations et de réglementations favorisant une certaine conception de la gouvernance d'entreprise, imposant surtout de nouvelles exigences en matière de transparence dans le secteur boursier (loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, lois de Nouvelles Régulations Economiques (NRE) et de Sécurité Financière (LSF) en France, etc.). L'amélioration de la qualité de la "communication financière" visait ainsi à rétablir la confiance du public, des épargnants et des investisseurs dans le capitalisme et la Bourse.

C'est dans ce cadre que les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards* (dénommées jusqu'en 2001 normes IAS pour *International Accounting Standards*), élaborées par l'IASB (*International Accounting Standards Board*), se sont vues imposées aux entreprises de l'Union européenne faisant appel public à l'épargne par le règlement (CE) 1606/2002 du 19 juillet 2002, de manière harmonisée pour en faciliter la compréhension et surtout la comparaison à l'échelon européen. L'application de ce référentiel comptable est devenue obligatoire le 1^{er} janvier 2005 aux comptes consolidés des sociétés cotées (i.e. dont les titres de capital sont admis aux négociations d'un marché réglementé) dans des États Membres de l'UE. De nombreux pays (Australie, R.A.S., Nouvelle-Zélande, Arménie, Egypte, Ukraine...) les appliquent également ou prévoient de les adopter à moyen terme (Chine en 2009, Brésil en 2010, Japon, Corée, Inde, Canada en 2011...). En France,

les groupes non cotés peuvent aussi, au choix, opter pour ces normes ou conserver les règles françaises applicables aux comptes consolidés (CRC 99-02).

Les IFRS, généralement considérés d'inspiration européenne (mais en réalité très inspirées de la conception financière du capitalisme prônée par les anglo-saxons et les britanniques en particulier), ne s'appliquent pas aux États Unis qui maintiennent à ce jour leurs propres normes, mais l'IASB et la FASB (*Financial Accounting Standards Board*, en charge des *US GAAP*) ont entamé des réflexions en vue de faire converger ou d'harmoniser les IFRS et les US GAAP.



2. La comptabilisation des instruments financiers dérivés (IFD) en IFRS.

En IFRS, un IFD (i. e., un instrument ou contrat financier dont la valeur fluctue en fonction d'un "sous-jacent" en principe financier : option, contrat à terme, swap, etc., et en particulier les *credit default swaps* ou CDS) caractérise un actif (ou un passif) financier qui doit être enregistré au bilan (et non hors bilan). Cet enregistrement se fait, s'agissant des IFD, selon

1. Cf. "les recommandations du MEDEF et de l'AFEP en matière de parachutes dorés", Note de crise, JeantetAssociés et Philippe Portier, oct. 2008

2. Cf. "Les Normes Comptables Internationales, Instruments du Capitalisme Financier", Michel Capron, Management & Sciences Sociales, n°68, mai 2006 ; "Les trois stades du capitalisme comptable français", J. Richard in Capron M. (dir.), *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, La Découverte, Paris, 2005

la méthode de la "juste valeur" (cf. infra), sauf si (et l'exception s'entend strictement) cet IFD a pour sous-jacent une action non cotée dont la juste valeur ne peut être déterminée de manière fiable (IAS 39.43), auquel cas l'IFD est alors enregistré au "coût" (à l'instar des normes françaises), mais peut faire ensuite l'objet de dépréciations.

3. La comptabilisation des instruments financiers issus de la titrisation de créances. Les normes IFRS ne sont pas, en matière d'enregistrement d'instruments financiers des plus simples et distinguent jusqu'à six catégories d'instruments, comptabilisés selon deux méthodes alternatives :

- ↗ à la "**juste valeur**" : "actifs financiers détenus à des fins de transaction" (*trading*), "actifs financiers évalués selon l'option juste valeur" et enfin, la catégorie-balai des "actifs financiers disponibles à la vente" (*available for sale*) ;
- ↗ au "**coût**" (amorti ou non) : placements détenus jusqu'à leur échéance (*held to maturity*) (obligations et titres de créance cotés), prêts et créances (non cotés) et "actifs maintenus au coût".

Les titres issus de la titrisation au sens large sont en principe des titres de créance appelés généralement, dans la sphère financière internationale, CDO pour *Collateralized Debt Obligations* (titres de créance adossés à des actifs, à l'instar des parts de fonds communs de créances – FCC – français).

Ces CDO, titres de créance non cotés (en principe) sur un marché réglementé actif, doivent en conséquence être comptabilisés dans la rubrique "prêts et créances", enregistrés au coût ou alternativement en actifs financiers disponibles à la vente (AFS), enregistrés à leur juste valeur. Ce choix sera commandé par un choix de l'entreprise, qui décidera de désigner des actifs, dont des titres de créance, comme étant disponibles à la vente (IAS 39.BC84).

Nous retiendrons ici le cas des actifs financiers, CDO sur-tout et CDS, dont il a été largement fait usage par certains établissements – *hedge funds* en particulier – pour se couvrir notamment des risques issus des premiers, permettant ainsi un surinvestissement dans cette classe d'actif. Ces deux instruments ont le plus souvent été enregistrés à leur juste valeur, par le choix de les classer en AFS pour les premiers, par application directe de la règle IFRS s'agissant des seconds (sachant que les changements de méthodes – transferts entre portefeuilles- sont très exceptionnellement admis s'agissant d'instruments financiers). Notons toutefois que s'agissant même des instruments enregistrés au coût, la juste valeur servira au calcul, le cas échéant, des dépréciations devant leur être appliquées, dès lors qu'en IFRS la règle centrale consistera à ne pas maintenir un actif à son coût historique, mais à refléter à tout moment la substance de leur valeur.

4. La méthode de la juste valeur. La méthode de la juste valeur (la "**MJV**") décrite dans le référentiel IFRS par les normes IAS 32 (Instruments financier, actifs financiers - Présentation) et 39 (Instruments financier, actifs financier - Comptabilisation et évaluation) - impose la comptabilisation des actifs ou passifs financiers concernés au bilan de l'entreprise concernée au "*montant pour lequel cet actif pourrait être échangé, ou ce passif éteint, entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale*" (IAS 32.11 et 39.9). Le principe de l'évaluation des actifs à leur juste valeur représente un impact majeur pour les entreprises cotées en ce qu'il rompt avec l'esprit de la comptabilité française de la valorisation au "coût historique", selon laquelle un actif reste valorisé dans les comptes à son prix à la date d'achat, même si sa valeur de marché a entretemps évolué (sauf hypothèses complexes de réévaluation). La MJV impose donc, si l'on sait qu'un actif a perdu de sa valeur, de reconnaître sans tarder une perte, même purement virtuelle, affichant ainsi une réalité économique du patrimoine de l'entreprise à un instant de raison donné.

La norme américaine FAS Statement 157 (septembre 2006) définit quant à elle la juste valeur ("*fair value*") comme "*le prix qui serait reçu en cas de vente d'un actif ou qui serait payé en cas de transfert d'un passif dans une transaction normale entre acteurs du marché à la date de l'évaluation*"³, soit, clairement, un prix de sortie (*exit price*) plus qu'un prix d'entrée (*entry price*), ce qui traduit encore plus clairement l'idée qu'un actif est en réalité évalué à sa valeur supposée de vente à tout instant.

5. Mark to market et mark to model. La mise en œuvre de la MJV dépendra de la nature des instruments concernés et de l'existence ou non d'un marché actif les concernant, qui constituera alors la référence de principe. A défaut de cours coté sur un marché actif, la norme IAS 39.AG74 imposera le recours aux techniques d'évaluation couramment utilisées par les intervenants du marché (utilisation prioritaire des données de marché, application de modèles économiques reconnus), dès lors que celles-ci produiront des estimations fiables par rapport au prix des transactions réelles et récentes sur le marché concerné (non organisé par définition) ou un marché similaire (transactions sur instruments identiques en substance).

La méthode d'enregistrement comptable des variations de valeur des instruments financiers concernés au regard de leur marché ou à défaut, d'un modèle d'évaluation est usuellement qualifiée de *mark to market* ou de *mark to model* respectivement.

3. Traduction libre de "the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."

6. Juste valeur non fiable. Les IFRS n'envisagent curieusement l'hypothèse d'une juste valeur "non fiable" que dans le cas de placements en titres de capital non cotés ou d'IFD y afférents. L'hypothèse n'existe donc pas à ce stade en matière de dérivés de crédit ou d'instruments de dette (type CDO) pour lesquels la référence au marché, réglementé, organisé ou virtuel, restera le pivot de la méthode.

7. Intérêts de la MJV. La mise en place de la juste valeur a eu pour objectif affiché de rapprocher la valeur comptable du bilan de la valeur de marché des actifs et passifs le composant et donc de faciliter la valorisation des sociétés. En actualisant à chaque arrêté des comptes la valeur des actifs, la MJV externalise immédiatement les plus ou moins-values potentielles qui n'apparaissent auparavant pas dans les bilans. Elle devait donc réduire la volatilité des valorisations des sociétés et donner au marché une image plus fidèle de la situation patrimoniale des entreprises (Les Echos ont ainsi rappelé que la crise des années 1990 au Japon avait été prolongée par le fait que des actifs dévalorisés considérables avaient pu rester dissimulés dans les bilans des banques)⁴.



CRITIQUES DE LA MJV

↳ **Première critique : l'effet "pro-cyclique" de la MJV.** La MJV a été désignée comme l'un des facteurs d'aggravation (et donc comme une des causes) de la crise financière actuelle, en ce qu'elle crée un effet dit pro-cyclique. Concrètement, cet effet décrié s'est particulièrement manifesté s'agissant des CDO (dont le terme générique englobe des instruments d'une complexité telle que l'identification même des risques de crédit (i.e. défaillance des débiteurs) associés fait encore l'objet d'analyses dans les plus grands groupes bancaires), mais également des dérivés et des CDS en particulier.

La dégradation, au départ limitée, du risque de crédit (la vraie crise immobilière des *subprimes* est sans commune mesure avec la crise financière qu'elle a déclenché) et l'impact immédiat qu'elle a eu sur le marché interbancaire et sur la confiance entre banques, ont entraîné une disparition très rapide du marché même de ses instruments. Ceux-ci, devenus illiquides sur des marchés non réglementés et devenus inactifs par manque de participants, ont alors dû être évalués sur la base de modèles devant tenir compte de transactions qui, quand elle intervenaient, relevaient généralement de liquidations forcées de portefeuilles (*forced sales*), voire d'établissements en grande difficulté. L'impossibilité de rejeter, en période de crise et de marchés inactifs, le modèle de la référence aux transactions de marché⁵ a alors obligé les investisseurs cotés (grandes banques d'investissement ou de détail en particulier) à constater de fortes dépréciations de ces classes d'actifs, entraînant de tensions comptables ou prudentielles, entraînant à leur tour des défaillances d'établissements trop exposés à ces marchés puis à nouveau des ventes forcées sur des marchés illiquides et des références de

transactions se dégradant sans cesse, dans une logique de siphon.

Dès lors, plutôt que de traduire une valeur intrinsèque par ailleurs souvent impossible à évaluer (les CDO étant assis sur des paniers d'actifs et de risques extrêmement complexes – voire impossible – à analyser), la référence obligée à des transactions constatées s'est imposée. Et ce d'autant que les CDS souscrits le cas échéant pour couvrir le risque de crédit y associé sont souvent devenus inopérants à raison de la défaillance réelle – ou simplement possible – de leurs contreparties (rehausseurs de crédit en tête). L'illogisme de la situation (comment expliquer que des transactions désordonnées, erratiques, forcées, créent une référence comptable obligatoire) aura pu justifier une certaine incrédulité des banques, voire expliquer, un temps, le relatif optimisme de certaines, se jugeant peu exposées au risque de crédit, mais ne réalisant que trop tard que le risque de liquidité entraînait les mêmes conséquences désastreuses, dans un référentiel IFRS, qu'une défaillance du débiteur initial (du moins sur le court terme). Plusieurs responsables d'institutions financières ont alors commencé à critiquer, mais bien tard (la norme IFRS démultipliait, en période de croissance, la performance des gestionnaires...), arguant que le fait que la MJV s'applique à des actifs destinés à être conservés à moyen-long terme et pour lesquels une valorisation instantanée au vu de critères de marché non nécessairement révélateurs n'a pas de sens⁶.

↳ **Seconde critique : les divergences US GAAP/IFRS.** Selon le rapport "Ricol" sur la crise financière au Président de la République, daté de septembre 2008, "*les divergences existantes entre les normes internationales (IFRS) et américaines (US GAAP), en particulier sur (...) les actifs faisant l'objet d'une évaluation à la « juste valeur », se sont révélées préjudiciables à l'information du marché et à la comparabilité des états financiers. De même, les différences constatées dans la mise en œuvre des normes IFRS ont constitué une autre source d'insécurité*" (p. 34). Ces divergences sont intervenues tant dans la nature des instruments financiers soumis à la MJV, que, et surtout, dans la méthode de valorisation des portefeuilles d'actifs devenus illiquides sur des marchés inactifs. Elles ont rendu, de par leur diversité et leur imprévisibilité, difficile la lisibilité des résultats et des bilans des opérateurs internationaux.

Ces divergences ont également empêché dans certains cas l'anticipation que la méthode devait justement permettre et *in fine* alimenté le climat de défiance entre banques puis des opérateurs boursiers envers ces dernières, et partant la dégradation accélérée de leurs cours de bourse, rendant des plus difficiles les recapitalisations devenues nécessai-

4. Les Echos, 20 mars 2008, page 38.

5. Même si IAS 39.44a permet de recourir à un modèle de valorisation n'interdisant pas d'utiliser les paramètres du management.

6. Par exemple, et on comprend aujourd'hui pourquoi, Axel Miller, président de Dexia ; Martin Sullivan, président d'AIG, cités dans Les Echos, 20 mars 2008, page 38 ; le représentant démocrate américain Barney Frank a également accusé la norme comptable de la juste valeur de "tirer l'économie vers le bas." (Les Echos, 20 mars 2008, page 38).

res à raison de pertes constatées et des manques de liquidités résultant de l'immobilisation d'actifs financiers normalement liquides.

LES RÉPONSES

Les critiques décrites ci-dessus ont été entendues à tous les échelons concernés des processus décisionnels concernés, des organismes comptables supranationaux (IASB, FASB), ou nationaux (CNC en France), aux régulateurs boursiers (SEC, AMF...) et aux politiques (cf. loi américaine de 2008 sur les mesures de stabilisation économique d'urgence (Emergency Economic Stabilization Act of 2008)...).

L'IASB

À la demande du Financial Stability Forum, l'IASB a constitué, en mai 2008 un groupe consultatif d'experts pour l'assister dans le domaine des techniques de valorisation lorsque les marchés se révèlent inactifs. Lors de sa réunion du 10 octobre, ce groupe a notamment convenu de souligner que l'objectif de l'évaluation de la juste valeur est de déterminer le prix d'une "opération volontaire conclue entre des intervenants du marché à la date d'évaluation, et non le prix qui serait fixé à l'occasion d'une liquidation forcée ou d'une vente de biens sur saisie". Selon ce groupe, de telles opérations ne devraient pas être prises en compte dans une évaluation de la juste valeur, tout en faisant remarquer que, même en situation de perturbation des marchés, toutes les opérations ne découlent pas de liquidations forcées ou de ventes de biens sur saisie.

Aux Etats Unis

L'article 132 ("*Authority to Suspend Mark-to-Market Accounting*") de la loi d'urgence de stabilisation économique de 2008 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) du 3 octobre 2008, mettant notamment en œuvre le "Plan Paulson" (TARP)⁶ a donné compétence à la Securities and Exchange Commission (SEC) pour suspendre l'application de la norme FAS 157 si elle venait à déterminer qu'il va dans l'intérêt du public et de la protection des investisseurs. L'article 133 de cette loi ("*Study on Mark-to-Market Accounting*") impose plus loin à la SEC de conduire, en coordination avec la Réserve Fédérale (Federal Reserve Board) et le Département du Trésor, une étude des effets de la règle *mark-to-market* et d'en dresser rapport au Congrès dans les 90 jours (concrètement, avant la fin de l'année 2008).

Dès le 30 septembre, on peut le souligner, la SEC et le FASB avaient publié une "clarification conjointe" sur la méthode de la juste valeur en présence d'un marché désordonné (*disorderly*) ou inactif, précisant notamment que les valeurs résultant de ventes forcées dans des contextes de liquidations (forced liquidations) n'étaient pas indicati-

ves d'une juste valeur clarifiées, dès lors qu'il ne s'agit plus de transactions normales (*orderly*). En revanche, des évaluations réalisées sur le fondement de projections de flux (*expected cash flows*) seraient recevables dès lors que celles-ci reflèteraient les ajustements qu'un acheteur donné (*willing buyer*) imposerait, pour prendre en considération notamment les risques de crédit (défaillance) et de liquidité. Le 10 octobre, le FASB a émis des recommandations sur les méthodes à suivre pour évaluer la juste valeur d'un actif sur un marché inactif⁷.

Soulignons que l'IASB estime que les dispositions sur l'évaluation de la juste valeur prévues dans les IFRS et les principes comptables généralement reconnus des États-Unis sont compatibles et que l'IASB et le FASB ont notamment manifesté l'intention de publier des indications communes sur les questions comptables que pourrait soulever la loi américaine de 2008 sur les mesures de stabilisation économique d'urgence (Emergency Economic Stabilization Act of 2008).

A l'échelon européen

On peut évidemment souligner plusieurs initiatives à l'échelon communautaire, et notamment citer la recommandation émise lors de l'ECOFIN du 7 octobre 2008, à l'attention des superviseurs et des auditeurs de l'Union européenne, d'éviter toute distorsion de traitement entre les banques américaines et européennes du fait des normes comptables, et ce, dès la clôture des comptes intermédiaires au 30 septembre 2008.

Le CESR a pour sa part publié dès le 16 juillet 2008 une déclaration sur "*la mesure de la juste valeur et la fourniture d'informations sur les instruments financiers dans des marchés illiquides*", identifiant les critères les plus pertinents que les émetteurs devraient appliquer uniformément pour apprécier si un marché est ou non actif. Elle formule également des propositions sur les diverses techniques de valorisation applicables lorsqu'un marché est inactif.

Par ailleurs, à la demande de l'ECOFIN, le CEBS a rendu public le 18 juin 2008 un rapport traitant des questions relatives à la valorisation des instruments financiers complexes et illiquides, à la transparence des règles et méthodes de valorisation ainsi qu'à l'incertitude et aux difficultés inhérentes au contrôle des estimations à la juste valeur.

Plus récemment, lors du sommet des États de la zone euro du 12 octobre 2008, leurs dirigeants ont fixé les termes d'un plan d'action concertée prévoyant, en particulier, une approche coordonnée visant à "*assurer assez de flexibilité dans la mise en œuvre des règles comptables*" : "*Compte*

7. http://fasb.org/pdf/fsp_fas157-3.pdf

*tenu des circonstances exceptionnelles actuelles, les institutions financières comme les institutions non financières doivent pouvoir comptabiliser, en tant que de besoin, leurs actifs en prenant en compte leurs modèles d'appréciation des risques de défaillance de préférence aux valeurs de marché immédiates qui ne sont plus pertinentes dans des marchés qui ne fonctionnent plus*⁸.

En France

↳ Le rapport Ricol

Le Rapport sur la crise financière au Président de la République de septembre 2008 (rapport Ricol) a bien entendu identifié les critiques pouvant être émises à l'encontre de la MJV et a émis à cet égard quelques recommandations assez évasives (son objet étant plus d'identifier les causes de la crise que de proposer véritablement des remèdes à celle-ci) tout en soulignant qu'il "apparaît difficilement envisageable d'assouplir les normes comptables en période de crise, parce qu'elles se doivent d'être crédibles à long terme" mais que "régulateurs et superviseurs devraient être capables de faire face à des situations imprévues".

La Recommandation 12 du Rapport Ricol (p. 88) consiste à relever trois "options possibles" (conformes aux travaux précités) pour traiter de ce problème :

(i) première solution : substituer au *mark to market* une mesure de la juste valeur basée sur un "*mark to model*" prenant en compte divers facteurs de risque prescrits par le régulateur (risques de liquidité, de modèle, de contrepartie), sous réserve qu'une transparence suffisante soit obtenue,

(ii) deuxième solution : autoriser les banques à reclasser des actifs du *trading book* vers une section d'investissements gérés sur la base de *cash flows* à moyen terme (ce qui supposerait selon le rapport un changement des normes comptables IFRS),

(iii) troisième solution : créer un nouvel instrument avec des règles prudentielles et des normes comptables spécifiques, qui pourrait aider les banques à gérer certains produits illiquides.

S'agissant du cadre, il paraît essentiel au rapporteur de veiller (a) à restaurer une égalité entre règles européennes et américaines (p. ex. le reclassement évoqué au (ii) ci-dessus est possible en US GAAP) et (b) à assurer des conditions suffisantes de transparence et de comparabilité entre banques.

↳ La Recommandation commune du 15 octobre 2008⁹.

Le Conseil national de la comptabilité (CNC), l'Autorité des marchés financiers (AMF), la Commission bancaire (CB) et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) ont publié le 15 octobre 2008, après une réunion avec la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC), une recommandation conjointe (la "**Recommandation Conjointe**"¹⁰) destinée à "rappeler"⁸ aux entreprises et superviseurs comptables le traitement comptable IFRS, à partir du 30 septembre 2008, de certains instruments financiers "pour lesquels les perturbations des marchés ne permettent plus d'observer un prix de marché fiable".

La Recommandation Conjointe, s'appuyant sur la clarification conjointe SEC/FASB du 30 septembre 2008 et la publication du FASB du 10 octobre (cf. supra), ainsi que sur les déclarations de l'IASB d'octobre 2008 indiquant que la clarification commune SEC/FASB est conforme à la norme IAS 39, porte sur trois points décisifs :

Point 1 – Notion de "marché inactif" – "*La détermination du caractère actif ou pas d'un marché (...) peut s'appuyer sur des indicateurs tels que la baisse significative du volume des transactions et du niveau d'activité sur le marché, la forte dispersion des prix disponibles dans le temps et entre les différents intervenants de marché ou le fait que les prix ne correspondent plus à des transactions suffisamment récentes [et], requiert, en tout état de cause, l'utilisation du jugement*".

Point 2 – Neutralisation des prix et cotations constatés dans un marché inactif – Ce point se décline en trois constats :

(i) Non prise en compte systématique des cotations de courtiers dans l'appréciation des informations disponibles : "*dans le contexte d'un marché inactif, les cotations des courtiers ne sont pas nécessairement représentatives de la juste valeur, lorsqu'elles ne sont pas le reflet de transactions intervenant sur le marché*",

8. Cette approche reste en cohérence avec une interprétation implicite de la lettre de IAS 39.48a qui indique que la méthode retenue doit privilégier la référence au marché par rapport à des considérations propres à l'entreprise, ce qui marginalise ces dernières sans les écarter totalement.

9. <http://www.amf-france.org/affiche.asp?Id=8477&lang=fr>

10. Ce terme pouvant surprendre dès lors qu'il s'agit plus d'interprétations jusqu'à lors plus qu'incertaines que d'un rappel... mais l'objectif consistant à ne pas jeter l'anathème sur les normes aura justifié cette précaution de langage.

(ii) Insignifiance des transactions forcées dans la détermination de la juste valeur :

Même si, en période de marché illiquide, l'activité de marché ne traduit pas que des liquidations ou des ventes forcées, tout prix de transaction observé n'est pas nécessairement représentatif de la juste valeur "*les transactions résultant de situations de ventes forcées (appréciées par "l'exercice du jugement") n'ont pas à être prises en compte pour la détermination de la juste valeur d'un instrument financier*" et

(iii) Non-représentativité de principe des prix de transactions observés sur un marché inactif :

les prix des quelques transactions qui interviennent sur un marché inactif sont une donnée à prendre en considération dans la valorisation d'un instrument financier, mais ne constituent pas nécessairement une composante déterminante.

Point 3 – Validation de l'utilisation d'hypothèses développées par l'entreprise en l'absence de données de marché pertinentes :

lorsque les marchés sont inactifs, devient alors justifiée l'utilisation d'hypothèses internes, développées par l'entreprise, visant à valoriser les actifs par référence à des "*flux de trésorerie futurs et de taux d'actualisation, correctement ajustés des risques que prendrait en compte tout participant au marché (risque de contrepartie, de non performance, de liquidité ou de modèle notamment)*", dès lors que "*ces ajustements sont pratiqués de manière raisonnable et appropriée, après examen des informations disponibles*".

Ces points, qui rejoignent effectivement les travaux engagés dans la sphère comptable internationale, tout en se

réclamant d'une compatibilité de principe avec la MJV (IAS 39), rompent clairement, dans le cadre d'un marché non actif, avec les règles de *mark to market*, et dessinent les contours d'une modélisation de l'évaluation fondée sur des méthodes financières intrinsèques (DCF) ajustées "*de manière raisonnable*" des risques de contrepartie, de non-performance, de liquidité ou de modèle, conformément à la recommandation 12 du Rapport Ricol...



Philippe Portier
pportier@jeantet.fr

*L'auteur remercie **Xavier Paper** (Paper Audit & Conseil-xpaper@xavierpaper.com) pour sa relecture patiente de cette "note de crise"

© JeantetAssociés, Philippe Portier, 2008

La présente note ne prétend pas donner des sujets qu'elle évoque une analyse juridique, réglementaire ou fiscale exhaustive ; elle ne vise en aucune manière à donner à quelque personne que ce soit un avis ou une consultation juridique ; la responsabilité professionnelle de ses auteurs ne saurait en conséquence être recherchée sur son fondement.

JEANTET ASSOCIÉS

87, avenue Kléber 75784 Paris Cedex 16 - Tél. : 33 (0)1 45 05 80 08 Fax : 33 (0)1 47 04 20 41

info@jeantet.fr - www.jeantet.fr