

La valorisation des instruments financiers et l'illiquidité des marchés

Par Xavier Paper, associé, Paper Audit & Conseil

Les principes comptables imposent aux fonds d'investissement de valoriser leurs instruments financiers de titrisation et de taux à leur valeur actuelle. Cette dernière, conformément au règlement CRC n° 2003-02, est déterminée sur la base de la valeur de marché ou, à défaut de marché, par tous moyens externes (expertises, transactions significatives, etc.) ou par recours à des modèles financiers. Néanmoins, dès lors que les marchés sont affectés par une crise de liquidité, la valeur des transactions réalisées peut ne pas être représentative de la valeur réelle de certains actifs détenus par les fonds.

Dans le cadre de la crise actuelle, la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) et l'Association Française de Gestion (AFG) ont rédigé une note à l'attention des sociétés de gestion d'OPCVM et de leurs commissaires aux comptes.

Une valorisation des actifs fondée sur des modèles mathématiques

Lorsque le marché devient inexistant ou que les volumes deviennent trop faibles, les instruments, dont l'évaluation résulte habituellement de cotations, sont valorisés au moyen de modèles. Ces derniers doivent, en fonction des instruments visés, refléter les pratiques d'évaluation des investisseurs, eu égard à l'état du marché, notamment en l'absence de liquidité. Par la suite, ces modèles doi-

vent appréhender l'évolution des marchés, voire être abandonnés, lorsque la crise de liquidité se résorbe.

En pratique, il appartient aux sociétés de gestion de déterminer les critères justifiant le recours à des modèles mathématiques. Leur choix relève de la responsabilité des fonds ; une documentation prenant en compte les données relatives à l'état des marchés doit nécessairement être constituée. La CNCC et l'AFG mettent en évidence les éléments suivants : une absence de transactions ou de réponses au *request for quotation* pendant une certaine durée, des fourchettes de prix de grande ampleur et des transactions isolées portant sur de faibles volumes. L'annexe aux comptes doit délivrer des informations pertinentes sur l'ensemble des critères et des paramètres des modèles, détailler les classes d'actifs concernés par l'utilisation de règles dérogatoires de valorisation et indiquer la représentativité desdits actifs au sein du bilan. Ces informations doivent également être présentes dans les documents publiés avec les attestations intermédiaires.

Le rôle des commissaires aux comptes

L'absence de prise en compte d'une décote de liquidité, dès lors qu'elle est susceptible de porter atteinte au principe d'image fidèle, conduira généralement le commissaire aux comptes à formuler

une réserve dans son rapport de certification.

Selon la CNCC et l'AFG, l'opinion des commissaires aux comptes dépend de trois critères : la justification du passage du *mark to market* au *mark to model*, l'adaptation aux instruments concernés du modèle et des hypothèses retenus, ainsi que la pertinence des informations en annexe. Bien que la nature de l'opinion des commissaires aux comptes dépende de l'importance des anomalies relevées, la certification doit, à défaut de cotations pertinentes, s'accompagner *a minima* d'une observation relative aux modalités d'utilisation des modèles de valorisation.

Dans une situation de faible représentativité des prix cotés, les sociétés de gestion doivent définir précisément les instruments financiers concernés par la modélisation. Aux yeux des commissaires aux comptes, des changements de méthodes non justifiés, des hypothèses non appropriées ou non documentées et des informations absentes des annexes sont susceptibles de justifier une réserve ou un refus de certification.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a salué, dans un courrier du 5 novembre 2007, la démarche visant à analyser les effets de l'illiquidité sur les méthodes de valorisation des instruments financiers et n'a pas émis de réserve particulière sur la documentation à fournir. ●