

La crise du «subprime» : quels impacts sur la valeur liquidative des OPCVM ?

Dans le cadre de la crise de liquidité actuelle, l'évaluation des instruments financiers de titrisation et de taux rend nécessaire la justification du passage du mark to market au mark to model.



Par **Xavier Paper**,
associé, Paper Audit & Conseil

1. Les instruments financiers concernés par la crise du «subprime»

La crise de liquidité est avant tout une crise de confiance qui affecte le marché interbancaire dont les intervenants, les établissements financiers, possèdent des portefeuilles comportant une part plus ou moins importante d'instruments financiers de titrisation risqués (MBS, CDO, etc.). La valeur et la quantité de ces titres sont à l'origine de pertes importantes, immédiates et à venir. Ce phénomène est source d'un climat de défiance des banques entre elles qui n'osent plus se prêter de l'argent à un taux d'intérêt raisonnable, faute de connaître précisément l'exposition de leurs concurrentes au marché du «subprime». Les titres à court terme (certificats de dépôts) émis par les banques ne trouvent donc plus d'acheteurs ou présentent, suite à l'augmentation des spreads, des écarts de prix très importants. Les titres de créances négociables (titres à court terme émis par les banques en particulier), actifs majoritaires présents dans les OPCVM monétaires, constituent donc l'essentiel des instruments qu'il convient d'évaluer.

2. Les difficultés d'application des principes comptables en vigueur

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, en cas de 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.

3. Une valorisation des actifs fondée sur des modèles mathématiques

En l'absence de marché ou en présence de volumes trop faibles, les instruments, dont l'évaluation résulte habituellement

de cotations, sont valorisés au moyen de modèles. Ces derniers doivent 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 doivent appréhender l'évolution des marchés, voire être abandonnés, lorsque la crise de liquidité se résorbe.

Dans le cadre de l'évaluation en mark to model, les gestionnaires sont amenés à déterminer la valeur liquidative des instruments en utilisant des méthodes actuarielles de valorisation. En pratique, l'absence de liquidité conduit soit à majorer d'une prime, dite de liquidité, le taux d'actualisation utilisé soit à appliquer une décote à la valeur issue du modèle.

Il appartient aux sociétés de gestion de déterminer les critères justifiant le recours à des modèles mathématiques ; 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.

4. Le rôle des commissaires aux comptes

L'absence de prise en compte d'une décote de liquidité est susceptible de conduire 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 du modèle et des hypothèses retenues aux instruments concernés, ainsi que la pertinence des notes annexes. 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. ■