



QUELLE « JUSTE VALEUR » ?

Philippe MARTINET

BRETEUIL
FINANCE

Une société NOVENCIA Groupe



Workshop Agenda

Perceptions et concepts de JV
Les Normes internationales
Approche des IFRS 7 - IFRS 9 - IFRS 13
Guide de Juste Valeur
Exemple d'application
Confrontation avec les crises

Conclusion

Perceptions et concepts de JV

- Quelques approches :
 - Financières
 - Marchés
 - Actifs de référence Les Normes internationales
 - Probabilistes
 - Immatérielles...

Les Normes internationales

- Deux standards mondiaux

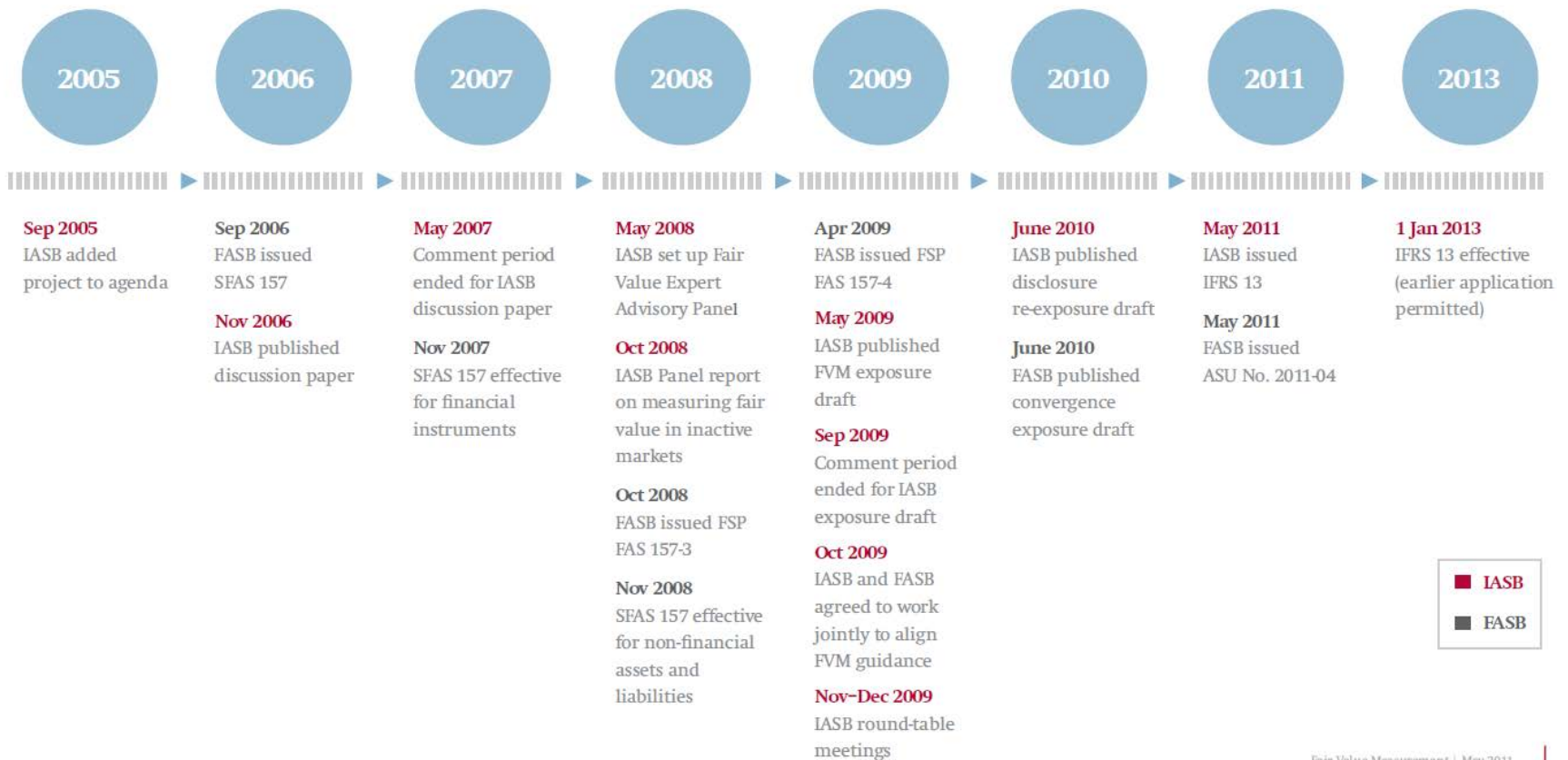
- Les IFRS
- Les SFAF

« prix perçu à l'occasion de la vente d'un actif,
prix payé pour transférer une dette,
pour une opération conclue à des conditions normales
par des intervenants de marché à la date d'évaluation »

➔ Il s'agit d'un prix de sortie.

Les Normes internationales

(source IASB)



Fair Value Measurement | May 2011

Approche IFRS 7 - IFRS 9 - IFRS 13

- *IFRS 7 : Informations sur les Instruments financiers*
- *IFRS 9 : Classification et Evaluation des Instruments Financiers*
- *IFRS 13 : « JUSTE VALEUR »*

IFRS 7 - 2006/2011

➔ fournir des informations permettant aux utilisateurs de ses états financiers d'évaluer l'importance des instruments financiers au regard de sa situation et de sa performance financières

– catégories définies par IAS 39 :

- portefeuille de trading
- placements détenus jusqu'à leur échéance
- prêts et créances
- actifs financiers disponibles à la vente
- instruments de garantie
- instruments financiers composés - dérivés incorporés

IFRS 7 - 2006/2011

- Informations sur les risques :
 - le risque de crédit (une partie à un instrument financier manque à une de ses obligations et amène de ce fait l'autre partie à subir une perte financière)
 - le risque de liquidité (difficultés à honorer des engagements liés à des passifs financiers)
 - le risque de marché (la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des prix du marché)
 - le risque de marché inclut trois types de risque : le risque de taux d'intérêt, le risque de change et d'autres risques de prix

IFRS 9 - 2009/2012 (n.a.)

➔ Améliorer la comparabilité et faciliter la compréhension des états financiers par les investisseurs et les autres utilisateurs

- Un actif financier doit être évalué au coût amorti ou à la « juste valeur »
- Référence au business model de l'entité
- Titres ou contrats acquis par l'investisseur pour produire une rentabilité ou se prémunir contre un risque
- Caractéristiques contractuelles des flux de trésorerie, rattachées aux actifs financiers
- une seule méthode de dépréciation (coût amorti)

IFRS 9 - 2009/2012 (n.a.)

- Le coût amorti d'un actif ou d'un passif financier est le montant auquel est évalué l'actif ou le passif financier lors de sa comptabilisation initiale,
 - diminué des remboursements en principal,
 - majoré ou diminué de l'amortissement cumulé
 - calculé par la méthode du taux d'intérêt effectif,
 - de toute différence entre ce montant initial et le montant à l'échéance,
 - et diminué de toute réduction pour dépréciation ou irrécouvrabilité.
 - La méthode du taux d'intérêt effectif est une méthode de calcul du coût amorti d'un actif ou d'un passif financier et d'affectation des produits financiers ou des charges financières au cours de la période concernée.
 - Le taux d'intérêt effectif est le taux qui actualise exactement les décaissements ou encaissements de trésorerie futurs sur la durée de vie prévue de l'instrument financier ou, selon le cas, sur une période plus courte de manière à obtenir la valeur comptable nette de l'actif ou du passif financier.
- La juste valeur est le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normal

IFRS 9 - 2009/2012 (n.a.)

- Le coût amorti d'un actif ou d'un passif financier est le montant auquel est évalué l'actif ou le passif financier lors de sa comptabilisation initiale,
 - diminué des remboursements en principal,
 - majoré ou diminué de l'amortissement cumulé
 - calculé par la méthode du taux d'intérêt effectif,
 - de toute différence entre ce montant initial et le montant à l'échéance,
 - et diminué de toute réduction pour dépréciation ou irrécouvrabilité.
 - La méthode du taux d'intérêt effectif est une méthode de calcul du coût amorti d'un actif ou d'un passif financier et d'affectation des produits financiers ou des charges financières au cours de la période concernée.
 - Le taux d'intérêt effectif est le taux qui actualise exactement les décaissements ou encaissements de trésorerie futurs sur la durée de vie prévue de l'instrument financier ou, selon le cas, sur une période plus courte de manière à obtenir la valeur comptable nette de l'actif ou du passif financier.

IFRS 13 - 2006/2013 (n.a.)

- **Définir la Juste Valeur**
 - Les revenus, le marché, les coûts
 - Marché principal
 - Utilisation optimale
 - Position nette
 - Risque de défaut

 - Input data :
 - niveau 1 : cours cotés
 - niveau 2 : cours associés
 - niveau 3 : cours techniques

 - Fournir une information narrative sur la sensibilité niv.3

 - marché inactif = conditions normales (hors liquidations forcées)

Guide de Juste Valeur

- Convergence entre les IFRS et les SFAF 157
- Clarifier les règles actuelles qui sont largement dispersées
- Définition de la juste valeur
- Le marché de référence
- Hiérarchie d'évaluation
- Appréciation des techniques, des données entrées

Exemple d'application

JV : PRIX auquel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale. prix de négociation (c'est-à-dire la valeur de la contrepartie versée ou reçue).

La valeur de marché est déterminée :

- soit à partir de prix cotés sur un marché actif ;
- soit à partir d'une technique de valorisation faisant appel à :
 - des méthodes de calcul mathématiques fondées sur des théories financières reconnues,
 - des paramètres dont la valeur est déterminée, pour certains, à partir des prix d'instruments traités sur des marchés actifs et pour d'autres, à partir d'estimations statistiques ou d'autres méthodes quantitatives, du fait de l'absence de marché actif.

La détermination du caractère actif ou non d'un marché s'appuie sur des indicateurs tels que la baisse significative du volume des transactions pour un instrument identique ou similaire, la raréfaction des valeurs restituées par les sociétés de service, la forte dispersion des prix disponibles entre les différents intervenants de marché ou l'ancienneté des prix provenant de transactions observées.

Exemple d'application

(source Document de référence BNPP)

En millions d'euros, au	31 décembre 2010		
	Portefeuille de transactions	Portefeuille évalué en valeur de marché sur option	Total
ACTIFS FINANCIERS EN VALEUR DE MARCHÉ PAR RÉSULTAT			
Titres de créance négociables	51 612	147	51 759
Bons du Trésor et autres effets mobilisables auprès des banques centrales	39 260	-	39 260
Autres titres de créance négociables	12 352	147	12 499
Obligations	102 454	6 985	109 439
Obligations d'État	69 704	489	70 193
Autres obligations	32 750	6 496	39 246
Actions et autres titres à revenu variable	68 281	42 901	111 182
Opérations de pension	210 904	47	210 951
Prêts	725	1 106	1 831
Instruments financiers dérivés	347 783	-	347 783
Instruments dérivés de cours de change	31 017		31 017
Instruments dérivés de taux d'intérêt	239 985		239 985
Instruments dérivés sur actions	39 397		39 397
Instruments dérivés de crédit	30 349		30 349
Autres instruments dérivés	7 035		7 035

Exemple d'application

Utilisation de prix cotés sur un marché actif

Lorsque des prix cotés sur un marché actif sont disponibles, ils sont retenus pour la détermination de la valeur de marché. Il s'agit de prix directement cotés pour des instruments identiques.

Utilisation de modèles pour la valorisation des instruments financiers non cotés

La majorité des dérivés de gré à gré est traitée sur des marchés actifs. Leur valorisation est opérée par des modèles communément admis (méthode d'actualisation des cash flows futurs, modèle de Black and Scholes, techniques d'interpolation) et fondés sur des prix de marché cotés d'instruments ou de sous-jacents similaires.

Certains instruments financiers, bien que n'étant pas traités sur des marchés actifs, sont valorisés selon des méthodes fondées sur des paramètres observables sur les marchés.

Les modèles utilisent des paramètres de marché calibrés à partir de données observables telles que les courbes de taux, les nappes de volatilité implicite des options, les taux de défaut et hypothèses de pertes

Exemple d'application

(source Document de référence BNPP)

5.d MESURE DE LA VALEUR DE MARCHÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS

Les instruments financiers sont répartis en trois niveaux selon un ordre décroissant d'observabilité des valeurs et des paramètres utilisés pour leur valorisation :

- niveau 1 – Instruments financiers faisant l'objet de prix de marché cotés :

Ce niveau regroupe les instruments financiers faisant l'objet de cotations sur un marché actif, directement utilisables.

Il comprend notamment les actions et les obligations liquides, les emprunts et ventes à découvert sur ces mêmes instruments, les instruments dérivés traités sur les marchés organisés (futures, options...), les parts de fonds dont la valeur liquidative est calculée quotidiennement ;

- niveau 2 – Instruments financiers dont l'évaluation fait appel à des techniques de valorisation utilisant des paramètres observables :

Ce niveau regroupe les instruments financiers pour la valorisation desquels des références de prix doivent être recherchées sur des instruments similaires cotés sur un marché actif, ou des instruments identiques ou similaires cotés sur un marché non actif mais pour lesquels des transactions régulières peuvent être observées, ou encore des instruments dont l'évaluation fait appel à l'utilisation de techniques de valorisation reposant sur des paramètres observables.

Ce niveau comprend notamment les actions et obligations de faible liquidité, les emprunts et ventes à découvert sur ces mêmes instruments, les opérations de pensions de maturité courte qui ne sont pas valorisées sur la base d'un cours de cotation directement observé

sur le marché, les parts de Sociétés Civiles Immobilières support des contrats en unités de compte dont les actifs sous-jacents font l'objet d'expertises périodiques fondées sur des données de marché observables, les parts de fonds pour lesquelles la liquidité est assurée de façon régulière, les instruments dérivés traités sur des marchés de gré à gré dont les techniques de valorisation reposent sur des paramètres observables ainsi que les dettes structurées émises dont la valorisation ne fait appel qu'à des paramètres observables ;

- niveau 3 – Instruments financiers dont l'évaluation fait appel à des techniques de valorisation utilisant des paramètres non observables :

Ce niveau regroupe les instruments financiers dont l'évaluation fait appel à l'utilisation de techniques de valorisation reposant pour tout ou partie sur des paramètres inobservables ; un paramètre inobservable étant défini comme un paramètre dont la valeur résulte d'hypothèses ou de corrélations qui ne reposent ni sur des prix de transactions observables sur le même instrument à la date de valorisation, ni sur les données de marché observables disponibles à cette date.

Un instrument est classé en niveau 3 si une part significative de sa valorisation repose sur des paramètres non observables.

Ce niveau comprend notamment les actions non cotées, les obligations évaluées sur la base de modèles de valorisation utilisant au moins un paramètre non observable significatif ou sur la base d'indications de prix induites d'un marché non actif (telles que les parts de CDO, CLO, ABS), les opérations de pensions de maturité longue ou structurées, les parts de fonds en liquidation ou dont la cotation est suspendue, les dérivés complexes portant sur des sous-jacents multiples (instruments hybrides, CDO synthétiques ...) ainsi que les dettes structurées utilisées en support à ces dérivés.

Notre synthèse des critères

(source Document de référence BNPP)

Les instruments financiers de niveau 3 sont susceptibles d'être couverts par d'autres instruments de niveau 1 et/ou de niveau 2 dont les gains et pertes ne relèvent pas de ce tableau. Aussi, les montants de gains et pertes apparaissant dans ce tableau ne sont pas représentatifs des résultats liés à la gestion du risque net de l'ensemble de ces instruments. Notamment, les pertes et gains sur les actifs et passifs financiers en juste valeur par résultat du portefeuille de transaction, respectivement 5 027 millions d'euros et 5 484 millions d'euros au 31 décembre 2010 (contre 10 163 millions d'euros et 4 409 millions d'euros au 31 décembre 2009), correspondent principalement à des variations de valeur sur des positions de CDO classées en niveau 3, couvertes par des positions de CDS classées en niveau 2.

Sensibilité des valeurs de modèle aux changements d'hypothèses raisonnablement possibles des instruments financiers de niveau 3

Les instruments du portefeuille de transaction dont le modèle de gestion repose sur la couverture dynamique des risques, généralement des dérivés complexes, font l'objet d'ajustements de valeur pour risque de modèle.

Ces ajustements de valeur permettent de tenir compte de risques qui ne sont pas appréhendés par le modèle ainsi que de l'incertitude inhérente à l'estimation des paramètres de valorisation ; ils sont une composante de la valeur de marché de ces portefeuilles.

Afin de mesurer la sensibilité de la valeur de marché du portefeuille à un changement d'hypothèses, les deux scénarii suivants ont été considérés : un scénario favorable où toutes les valorisations des instruments financiers de niveau 3 se feraient sans ajustement de valeur pour risque de modèle et un scénario défavorable où toutes ces valorisations se feraient avec un ajustement de valeur pour risque de modèle deux fois plus élevé.

Selon cette méthode, chaque position (portefeuilles d'instruments gérés ensemble avec compensation des risques) est considérée individuellement et aucun effet de diversification entre paramètres non observables de nature différente n'est pris en compte.

La sensibilité de la valeur de marché des positions sur titres, qu'elles relèvent des portefeuilles de transaction, d'actifs disponibles à la vente ou qu'elles soient désignées à la juste valeur par le résultat, est fondée sur une variation de 1 % de la valeur de marché. Pour les instruments dont la contrepartie est douteuse, le calcul de la sensibilité est assis sur un scénario de variation de 1 % de l'hypothèse sur le taux de recouvrement.

En millions d'euros, au	31 décembre 2010		31 décembre 2009	
	Effet potentiel en compte de résultat	Effet potentiel en capitaux propres	Effet potentiel en compte de résultat	Effet potentiel en capitaux propres
Instruments financiers en valeur de marché par résultat détenus à des fins de transaction et en valeur de marché par résultat sur option ⁽¹⁾	+/- 1 304		+/- 1 418	
Actifs financiers disponibles à la vente		+/- 91		+/- 81

(1) Les instruments financiers à la valeur de marché par résultat, qu'ils fassent partie du portefeuille de transaction ou qu'ils soient été classés en valeur de marché par résultat sur option, sont présentés au sein de la même rubrique car la sensibilité est calculée sur les positions nettes de portefeuilles d'instruments classés en niveau 3 quelle que soit leur classification comptable

Exemple d'application

(source Document de référence BNPP)

Répartition par méthode de valorisation des instruments financiers comptabilisés en valeur de marché présentée conformément aux prescriptions de la norme IFRS 7

En millions d'euros, au	31 décembre 2010				31 décembre 2009			
	Prix de marché cotés observables (niveau 1)	Techniques de valorisation utilisant des paramètres observables (niveau 2)	Techniques de valorisation utilisant des paramètres non observables (niveau 3)	Total	Prix de marché cotés observables (niveau 1)	Techniques de valorisation utilisant des paramètres observables (niveau 2)	Techniques de valorisation utilisant des paramètres non observables (niveau 3)	Total
ACTIFS FINANCIERS								
Instruments financiers en valeur de marché par résultat détenus à des fins de transaction (note 5.a)	179 814	579 064	22 881	781 759	182 584	571 245	25 618	779 447
Instruments financiers en valeur de marché par résultat sur option (note 5.a)	37 356	12 127	1 703	51 186	31 723	15 784	1 830	49 337
Instruments financiers dérivés de couverture (note 5.b)	-	5 440	-	5 440	-	4 952	-	4 952
Actifs financiers disponibles à la vente (note 5.c)	163 368	48 436	8 154	219 958	156 736	57 396	7 293	221 425
PASSIFS FINANCIERS								
Instruments financiers en valeur de marché par résultat détenus à des fins de transaction (note 5.a)	116 858	529 818	25 408	672 084	107 975	514 237	28 331	650 543
Instruments financiers en valeur de marché par résultat sur option (note 5.a)	5 588	38 696	8 737	53 021	5 390	42 831	10 573	58 794
Instruments financiers dérivés de couverture (note 5.b)	-	8 480	-	8 480	-	8 108	-	8 108

Exemple d'application

(source Document de référence BNPP)

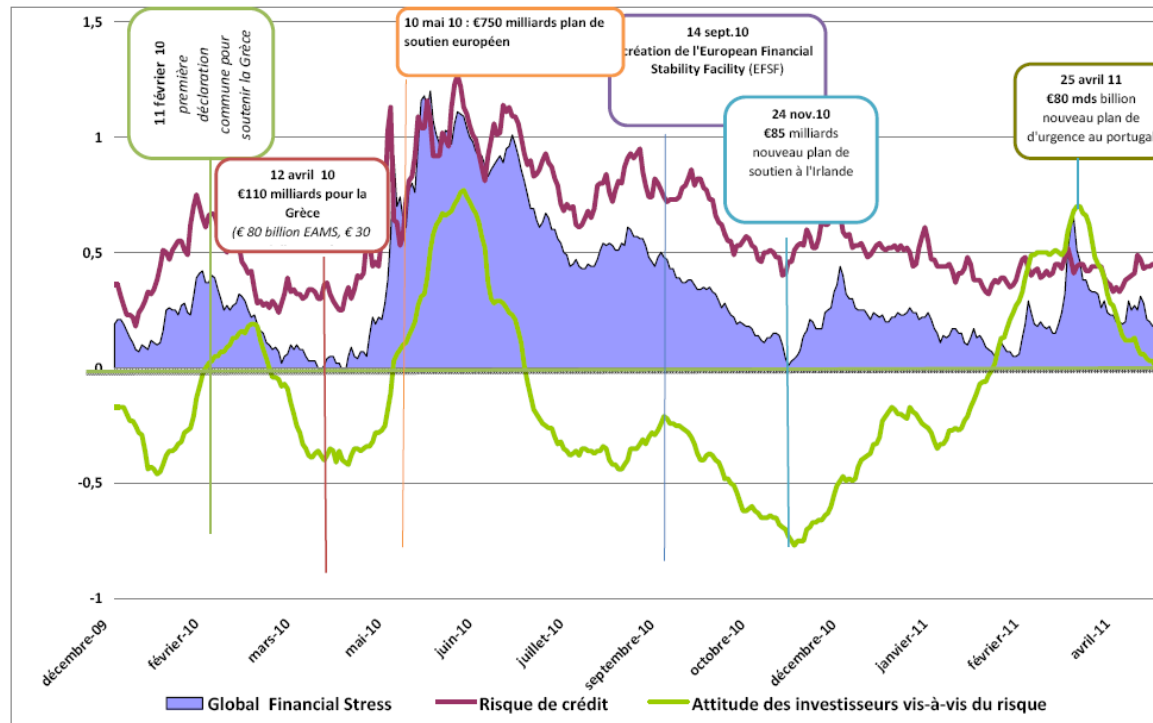
TABLEAU DE VARIATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS DE NIVEAU 3

Pour les instruments financiers de niveau 3, les mouvements suivants sont intervenus entre le 1^{er} janvier 2010 et le 31 décembre 2010 :

En millions d'euros en 2010	Actifs financiers				Passifs financiers		
	Instruments financiers en valeur de marché par résultat détenus à des fins de transaction	Instruments financiers en valeur de marché par résultat sur option	Actifs financiers disponibles à la vente	Total	Instruments financiers en valeur de marché par résultat détenus à des fins de transaction	Instruments financiers en valeur de marché par résultat sur option	Total
DÉBUT DE LA PÉRIODE	25 618	1 830	7 293	34 741	(28 331)	(10 573)	(38 904)
■ achats	5 091	463	1 511	7 065	-	-	-
■ émissions	-	-	-	-	(9 206)	(3 957)	(13 163)
■ ventes	(979)	(139)	(1 066)	(2 184)	-	-	-
■ règlements ⁽²⁾	819	(240)	30	609	2 106	5 555	7 661
Transferts dans le niveau 3	2 436	39	1 688	4 163	(312)	(56)	(368)
Transferts hors du niveau 3	(5 716)	(361)	(1 866)	(7 943)	5 553	787	6 340
Gains (ou pertes) comptabilisés en compte de résultat	(5 027)	111	(97)	(5 013)	5 484	(493)	4 991
Variations d'actifs et passifs comptabilisés directement en capitaux propres							
■ Eléments relatifs aux variations de parités monétaires	639	-	55	694	(702)	-	(702)
■ Variation d'actifs et passifs comptabilisés en capitaux propres	-	-	606	606	-	-	-
FIN DE LA PÉRIODE	22 881	1 703	8 154	32 738	(25 408)	(8 737)	(34 145)
TOTAL DES GAINS (OU PERTES) DE LA PÉRIODE COMPTABILISÉE EN COMPTE DE RÉSULTAT POUR LES INSTRUMENTS EN VIE EN FIN DE PÉRIODE	3 469	88	(86)	3 471	(3 461)	(531)	(3 992)

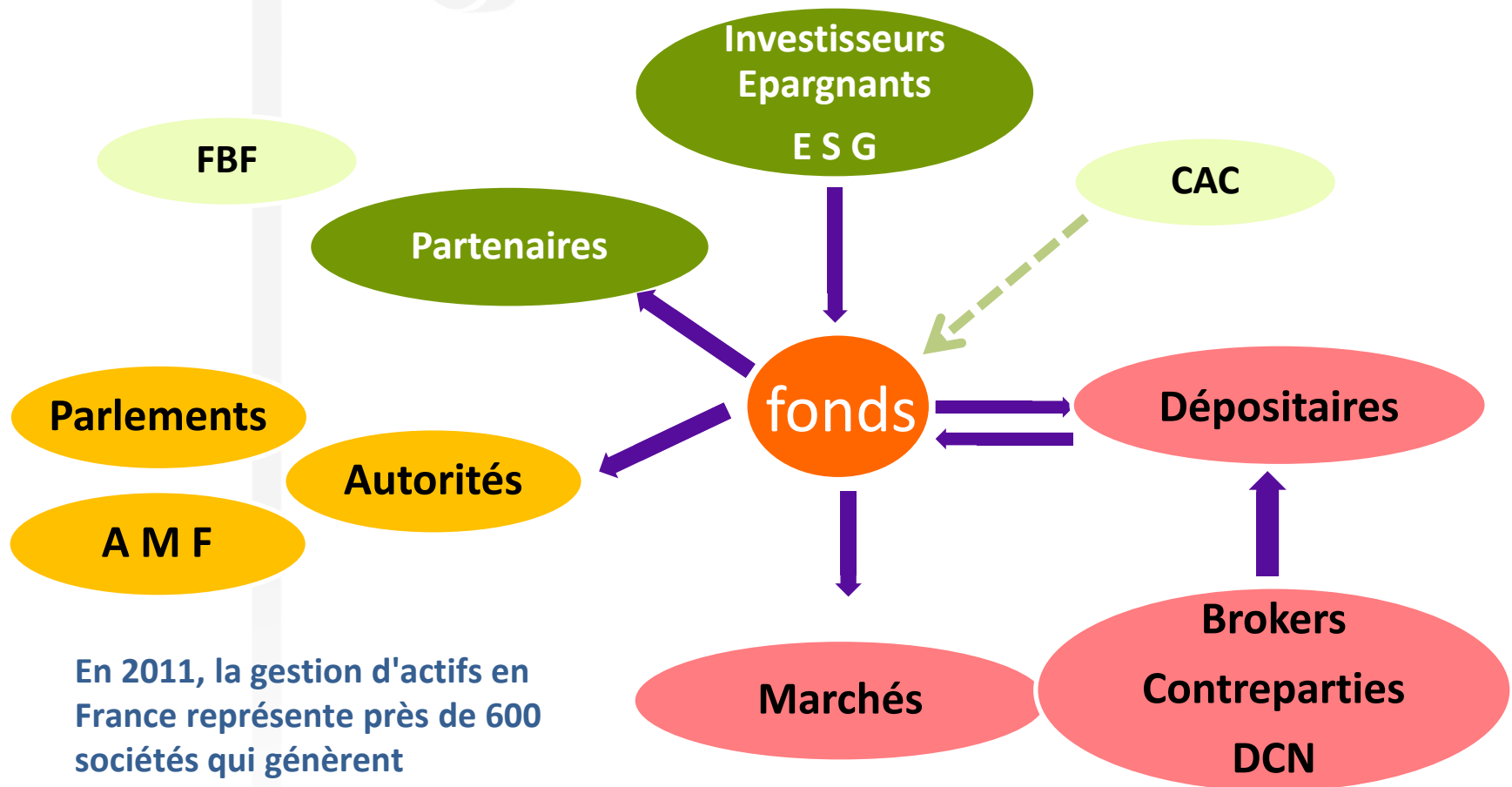
Confrontation avec les crises

Graphique 1 : Evolution des indices Merrill Lynch, « GFSI index, *Global Financial Stress Index* »² et du risque de crédit depuis le début de l'année et principales interventions publiques



Source : Bloomberg

Confrontation avec les crises



En 2011, la gestion d'actifs en France représente près de 600 sociétés qui génèrent globalement 83.000 emplois, dont 15.000 directs.

Conclusion

