

IFRS 13 sur les dérivés OTC : comment prendre en compte le risque de contrepartie dans la valorisation ?

Si EMIR est censé à terme éradiquer l'essentiel du risque de contrepartie sur les dérivés OTC, certaines contreparties resteront (heureusement) dispensées de la mise en place d'un accord de collatéral sur leurs dérivés OTC. Il s'agit en particulier des contreparties non financières en dessous des seuils, de certaines contreparties exemptées et de certaines contreparties qui ne pratiquent pas le collatéral systématique et garderont encore quelques années des dérivés OTC non collatéralisés, en particulier pour les opérations non compensées centralement.

Pour ces opérations, IFRS 13 **qui est entré en vigueur en janvier 2013**, exige que la valorisation des dérivés OTC incorpore un ajustement pour le risque de contrepartie. La valorisation d'un dérivé OTC, qui représente l'actualisation des flux futurs, doit ainsi prendre en compte la probabilité que les deux contreparties survivent jusqu'à l'échéance du dérivé OTC, et la perte potentielle subie par chaque contrepartie en cas de défaut. L'analyse doit être menée au niveau du contrat cadre puisque le solde de résiliation en cas de défaut prendra en compte l'ensemble des dérivés régis par la convention.

On voit immédiatement la grande complexité de ce calcul qui suppose des données de marché nombreuses sur le crédit, sur les taux, sur la ou les classes d'actif sous-jacentes au dérivé OTC et sur leurs volatilités respectives. Si les grandes Banques de Financement et d'Investissement sont capables de réaliser ces calculs complexes, les grands Corporates, les banques commerciales ou les assureurs sont un peu démunis.

Plus ennuyeux, les commissaires aux comptes sont eux-mêmes souvent démunis face à une norme nouvelle, complexe à mettre en œuvre et très peu définie dans les textes quant aux méthodes de calcul. Chez ESTER, nous observons la tolérance de certains commissaires aux comptes lorsque la prise en compte du risque de contrepartie dans les dérivés OTC est manifestement marginale mais le seuil de cette tolérance n'est pas clairement défini et pourrait évoluer dans le temps au fur et à mesure que les pratiques se mettent en place.

Pour toutes les entreprises soumises à IFRS13, il est donc important de mesurer même approximativement mais de manière robuste, et pour chaque contrepartie, la « Credit Value Adjustment » (CVA, le risque de crédit supporté par l'entreprise) et la « Debit Value Adjustment » (DVA, le risque de crédit supporté par la contrepartie). Une fois cet effet mesuré, l'entreprise pourra soit valider avec ses commissaires aux comptes sa non prise en compte, soit valider la méthode choisie pour le calcul de l'ajustement des valorisations des contrats OTC.

Il faut noter également qu'au-delà de la modification des valorisations, la prise en compte de la CVA et de la DVA peut également affecter les tests d'efficacité permettant de qualifier les relations de couverture entre le dérivé et l'élément couvert.

ESTER peut vous accompagner dans la mise en place de mesures plus ou moins sophistiquées de votre CVA et de votre DVA, dans les discussions avec vos commissaires aux comptes et dans l'estimation des enjeux comptables.

Collectivités locales

Que penser du fonds d'aide aux collectivités locales ?

Dans un communiqué du 18 juin, Bercy a indiqué sa volonté de mettre en place un fonds d'aide aux collectivités locales les plus touchées par les emprunts toxiques. En contrepartie, Bercy tenterait d'annuler la possibilité pour les emprunteurs de se prévaloir d'un TEG (Taux Effectif Global) faux ou manquant pour obtenir en justice la substitution de leur taux structuré par le taux légal. Pour rappel, le taux légal applicable en 2013 est la moyenne du taux de financement de la France sur trois mois constaté en 2012 et ressort à 0.04% l'an, un taux particulièrement bas.

Quelle est l'origine de cette annonce ?

Cette annonce a pour origine le jugement du TGI de Nanterre du 8 février 2013: La Seine Saint Denis y a obtenu en justice le droit de substituer le taux légal au taux structuré (y compris rétroactivement) pour tous les emprunts où les règles applicables en matière de publication du TEG n'avaient pas été intégralement respectées. Le tribunal n'a en revanche pas retenu les griefs relatifs au défaut d'information, de mise en garde et de conseil dans cette affaire.

Ce jugement déconcerte les collectivités locales qui estiment qu'il y a bien eu défaut de conseil et déconcerte les banques qui estiment que l'application à la lettre des règles relatives au TEG constitue une menace ingérable tant le nombre de dossiers potentiellement entachés d'irrégularités est élevé, et pas uniquement dans le cadre des prêts structurés aux collectivités locales.

L'annonce du Gouvernement semble ainsi éminemment liée au jugement de Nanterre : promettre aux collectivités locales une solution pour gérer les prêts toxiques en échange d'une correction des dispositions relatives au TEG pour satisfaire les banques.

La proposition de Bercy est-elle réaliste ?

Il faut d'abord savoir quelles sont les véritables marges de manœuvre dont dispose Bercy pour modifier la loi sur le TEG de manière rétroactive. A ce propos, on peut lire l'article publié par des avocats du cabinet Fidal dans la Lettre du Cadre Territorial du 1^{er} mai 2013 et intitulé *Emprunts toxiques : pas de loi balai pour sauver les banques*.

Ensuite il conviendra de mesurer l'appétit des banques à abonder un fond commun alors que les banques négocient de manière bilatérale avec leurs clients et arrivent effectivement à diminuer chaque mois la taille des encours de prêts toxiques en portefeuille, en toute discrétion et avec une certaine efficacité.

Enfin, il s'agira de comprendre si les fonds abondés serviront à consentir de nouveaux prêts aux collectivités locales, de manière à diluer les coûts de sécurisation des prêts dans des encours plus importants, ou s'il s'agira de permettre aux collectivités locales de ne prendre à leur charge qu'une partie du coût de la sécurisation. L'équilibre financier de la solution reste la question essentielle dans la résolution des litiges, mais n'est pas adressé à ce stade.

Que faut-il donc faire?

Dans l'attente de ces clarifications, qui peut être très longue, nous conseillons à chacun de limiter ses risques au maximum selon la voie qu'il a choisie : sécurisation au marché, négociation bilatérale, contentieux... Sans oublier que si certaines opérations structurées se comportent bien aujourd'hui (notamment les opérations exposées à la pente de la courbe des taux ou à la hausse des taux d'intérêts), cela ne signifie pas qu'elles ne seront pas hautement toxiques demain. L'ennemi est le levier, quel que soit l'indice sur lequel vous êtes exposés.

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale
 Tel : 01 70 60 72 33
elsa.sitruk@esterfinance.com

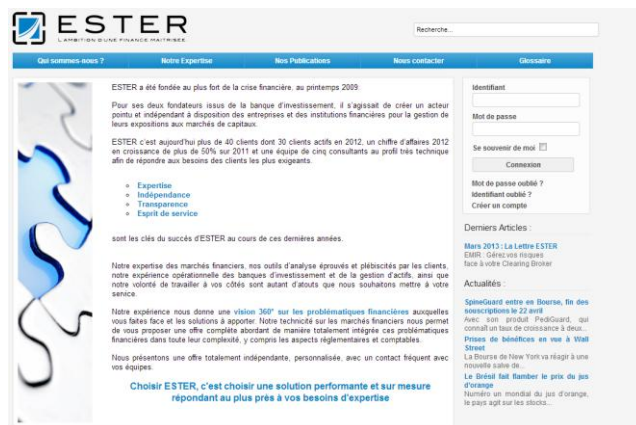
Stéphane Kourganoff, Président
 Tel : 01 70 60 72 32
stephane.kourganoff@esterfinance.com

Julien Martin, Consultant
 Tel : 01 70 60 73 02
julien.martin@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER

Rédigée le 1^{er} Juillet 2013



Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, www.orias.fr, et membre de la CNCIF.

ESTER S.A.S - Société par Actions Simplifiée au capital social de 60.000 EUR

Siège Social : 12 rue Vivienne 75002 Paris – Tel : 01 70 60 72 32 - RCS 512 378 407 Paris – Code NAF 7022Z