



Par Thomas Hachette,
associé,
Sorgem Evaluation

Evaluation de portefeuille : nouveautés de la dernière publication IPEV

L'IPEV¹ a récemment publié une nouvelle version de ses directives concernant l'évaluation des participations non cotées détenues par les fonds d'investissement. Les principales évolutions concernent des indications renforcées sur l'évaluation en temps de crise, l'analyse des offres et transactions et les critères ESG.

Une juste évaluation des portefeuilles des fonds de capital-investissement est clé puisque les investisseurs dans ces fonds doivent s'acquitter de leurs obligations fiduciaires en surveillant le capital investi, transmettre un rapport régulier sur la performance aux investisseurs finaux et parfois établir des états financiers conformes aux normes comptables applicables. Ces évaluations peuvent également impacter les décisions d'allocation d'actifs et de sélection des gestionnaires, et avoir des conséquences sur les rémunérations des fonds et de leurs équipes. Depuis 2012, l'IPEV émet des recommandations pour les évaluations périodiques en juste valeur des investissements réalisés par les fonds, qu'elle met à jour régulièrement. La dernière publication date de décembre 2022, et nous présentons ici les évolutions principales que nous pouvons y voir par rapport aux précédentes directives de 2018.

1. L'évaluation en temps de crise

Les bouleversements récents sur les marchés financiers, avec une chute brutale en mars 2020 et un rebond d'une vitesse inédite, ont certainement poussé l'IPEV à donner de nouvelles indications sur les évaluations en temps de crise. L'IPEV rappelle ainsi que la juste valeur est déterminée sur la base des conditions de marché qui existent à la date d'évaluation. Ainsi, ce n'est pas

parce que les marchés sont en crise qu'il faudrait considérer que les transactions opérées sur ces marchés ne sont pas pertinentes pour l'évaluation. Des pratiques qui ont pu exister, telles que le rejet d'un cours de bourse sans motif économique détaillé et pertinent pour retenir le coût d'acquisition (quand bien même l'investissement serait relativement récent), ne peuvent ainsi être acceptées, sachant que le rejet du cours de bourse du fait de marchés financiers en crise ne doit pas être considéré comme une raison valable². De la même manière, la pratique consistant à retenir le multiple d'entrée, appliqué aux derniers résultats disponibles de la société, ne saurait être considérée comme en ligne avec les recommandations de l'IPEV et risquerait de conduire à une surévaluation des participations lorsque les marchés sont en crise.

Cependant, la vigilance doit également être de mise pour ne pas sous-évaluer, en temps de crise, les participations. Par exemple, l'IPEV rappelle que lorsque la méthode des multiples boursiers est utilisée, il faut s'assurer de la cohérence entre la manière dont est calculé le multiple sur les sociétés comparables et la manière dont ce multiple est appliqué à la société évaluée. Ainsi, l'évaluateur se doit d'analyser si les résultats des sociétés comparables ont été ajustés pour tenir compte des impacts économiques de la crise : si tel est le cas, le multiple devra être appliqué à des résultats également ajustés de la société à évaluer.

2. L'évaluation d'un bloc de titres cotés

L'IPEV indique que si un fonds détient une participation sur une société dont les actions sont cotées sur un marché suffisamment profond et liquide, la valeur de la ligne doit correspondre au cours de bourse multiplié par le nombre de titres détenus, sans décote aucune, même si le bloc d'actions détenus est bien supérieur aux volumes usuellement échangés sur le marché. Cette recommandation peut étonner lorsque l'on pense aux décotes qui peuvent être observées sur les placements accélérés (décotes généralement d'autant plus importantes que le bloc d'actions apparaît important par rapport aux volumes usuellement échangés en bourse).

3. Les dernières offres reçues : un bon indicateur de la juste valeur ?

L'IPEV continue de considérer que les offres indicatives récemment reçues de tiers peuvent présenter de l'intérêt pour l'évaluation, si tant est que le contexte des offres soit regardé avec une grande attention. Cependant, dans ses dernières directives, l'IPEV va encore plus loin dans le recul nécessaire qui doit être de mise par rapport à des offres indicatives, en précisant qu'elles ne devraient souvent pas être considérées comme l'unique base d'évaluation : elles devraient plutôt être considérées comme l'une des références à pondérer ou croiser avec d'autres références ou méthodes d'évaluation (avec une pondération de chaque référence qui peut varier en fonction de l'évolution des négociations).

4. Point d'attention renforcé sur la référence à une transaction récente sur le capital pour en déduire la valeur de la participation et recommandations relatives à l'évaluation de titres émis par une société dont la structure du capital est complexe

L'IPEV attire l'attention sur le fait que le prix des actions de la dernière levée de fonds (impliquant des tiers) ne doit pas être automatiquement retenu pour évaluer la participation : dans les cas où plusieurs classes d'actions coexistent, l'évaluation doit tenir compte de la différence de valeur qui peut être attribuée aux différentes catégories d'actions. L'IPEV rappelle ainsi que la valeur souvent communiquée dans la presse, qui correspond au nombre total d'actions de la société multiplié par le prix par action payé lors de la dernière levée de fonds pour des titres bénéficiant des préférences les plus importantes³, est souvent surestimée.

Nous avons en effet vu ces dernières années de nombreuses émissions d'actions de préférence, et notamment des préférences dites « simples » ou « doubles » qui sont censées garantir à leur investisseur de récupérer une fois ou deux fois leur mise initiale (si la valeur de cession de l'entreprise le permet), s'il le faut en diluant les autres actionnaires. L'IPEV recommande de tenir compte des différents droits économiques des titres dans l'évaluation, au travers notamment d'une méthode par les scénarios ou optionnelle⁴. En effet, ce type d'actions de préférence peut être vu comme équivalent à la détention d'une action ordinaire et d'une option de vente.

Si la recommandation appuyée de l'IPEV sur le sujet semble

pleine de bon sens, elle risque parfois de se heurter à des usages historiques de certains fonds d'investissement et à la difficulté des équipes chargées de l'évaluation à maîtriser les techniques d'évaluation spécifiques que cela requiert : notre sondage des acteurs des fonds d'investissement réalisé en 2019 faisait ressortir que 56 % des répondants ne procédaient pas à une évaluation différenciée des catégories d'actions et que 48 % ne maîtrisaient pas les méthodes d'évaluation spécifiques nécessaires à leur évaluation⁵.

5. Critères ESG et évaluation

Si les critères ESG tenaient un rôle très mineur dans les précédentes directives, une partie spécifique leur est dédiée dans la dernière publication.

Aucune révolution n'est cependant à attendre sur ce sujet. En synthèse, l'IPEV rappelle que les investisseurs portent de plus en plus leur attention sur ces critères et qu'ils peuvent, de différentes manières, impacter l'évaluation.

Et cela nous semble tout à fait normal que l'IPEV ne puisse pas émettre des recommandations d'évaluation très détaillées sur le sujet. La prise en compte des critères ESG dans l'évaluation nous semble loin d'être évidente : se faire une idée sur la « performance ESG » d'une entreprise est déjà très difficile (on peut par exemple rappeler le cas Orpéa, qui mettait en avant en 2021 les bons scores qu'elle avait obtenus chez quelques agences de notation extra-financières, finalement mis à mal au final par le livre « Les Fossoyeurs » de Victor Castanet, résultat de trois ans d'enquête), et ce ne serait que la première étape de l'évaluation ! Il faudrait en plus mener ce même travail sur les sociétés du secteur utilisées dans les méthodes d'évaluation (panel de sociétés comparable utilisé dans la méthode des multiples et/ou pour apprécier le taux d'actualisation dans la méthode DCF) et définir une méthode permettant d'estimer la prime ou la décote liée à la notation ESG. Tout un programme pour les années à venir !

La dernière publication de l'IPEV vient renforcer la précédente en mettant en lumière certaines difficultés actuelles d'évaluation qui peuvent mener à des erreurs avec des conséquences importantes. Elle nous rappelle que l'évaluation requiert une expertise spécifique, et en profite également pour souligner l'importance de l'indépendance de ceux qui conduisent ou revoient les évaluations. ■

1. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (dernière publication de décembre 2022, que nous comparons aux directives publiées en 2018).

2. Cela peut faire écho à certaines pratiques qui ont pu être dénoncées par l'AMF et mener à des sanctions (cf. SAN-2018-01 – Décision de la Commission des sanctions du 29 décembre 2017 à l'égard de la société A Plus Finance).

3. Généralement, les nouveaux investisseurs disposent d'un rang de séniorité sur leurs actions de préférence supérieur aux actionnaires historiques.

4. L'IPEV indique qu'une méthode dite « CVM » (pour « current value method »), qui consiste à considérer une cession théorique à la date d'évaluation et à en déduire la valeur de chaque catégorie de titres sur la base de leurs droits contractuels, peut être retenue dans certains cas, notamment lorsque la cession est attendue à relativement court terme.

5. « Sondage sur les pratiques d'évaluation des fonds d'investissement », T. Hachette, SORGEM Evaluation, août 2019.