



Par Thomas Hachette,
associé,
Sorgem Evaluation

Les valeurs des participations des fonds d'investissement sous le feu des projecteurs

Dans un contexte de hausse des taux et d'inflation, les pratiques d'évaluation des participations des fonds attirent l'attention des investisseurs et régulateurs. La référence aux guidelines de l'IPEV gagne du terrain, tout comme le recours à des experts indépendants, à la fois pour crédibiliser la communication financière et marketing, mieux superviser les risques et in fine éviter tous les désagréments que pourrait avoir un contrôle du régulateur qui aboutirait à une sanction.

Les fonds qui investissent dans des sociétés non cotées doivent régulièrement évaluer leur investissement. Leurs investisseurs ont besoin de ces valeurs afin d'estimer la performance de leur placement sans devoir attendre la liquidation du portefeuille d'investissements pour en avoir une idée. L'approche, les méthodes d'évaluation et leur mise en œuvre, dans le monde du non-coté (private equity), jouent donc un rôle crucial.

Il existe en effet bien des manières d'évaluer un investissement dans une entreprise : les méthodes d'évaluation sont nombreuses, sans parler des différences qui peuvent résulter de la mise en œuvre d'une même méthode d'évaluation. Pour ne prendre que l'exemple

de la méthode dite par les comparables boursiers, qui consiste à se référer à un échantillon de sociétés cotées jugées comparables à la société à évaluer, les différences de mise en œuvre de cette méthode peuvent provenir d'une différence d'échantillon de sociétés considérées comparables, d'une différence sur le choix du multiple d'évaluation (multiple de chiffre d'affaires,

d'Ebitda, d'EBIT, etc.), de calcul du multiple d'évaluation (différents choix possibles sur la période de génération de l'agrégat financier, différents ajustements de cet agrégat ou de la valeur d'entreprise, etc.) de référence, etc.

En synthèse : l'évaluation n'est pas une science, en tout cas pas une science exacte.

Et pourtant l'enjeu est important avec des répercussions multiples.

Les gérants comprennent l'intérêt que peut avoir pour eux une procédure d'évaluation sérieuse : ils peuvent ainsi crédibiliser leur communication financière et marketing et mieux superviser leurs risques.

Dans ce cadre, les investisseurs et les régulateurs se font de plus en plus insistants sur leur demande de transparence et d'harmonisation des évaluations. Les gérants comprennent également l'intérêt que peut avoir pour eux une procédure d'évaluation sérieuse : ils peuvent ainsi crédibiliser leur communication financière et marketing et mieux superviser leurs risques.

1. L'attention des régulateurs sur le sujet des évaluations est de plus en plus forte

La presse s'est récemment fait l'écho d'une vaste revue des évaluations opérées dans le private equity que devrait lancer la FCA, le gendarme de la City. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), un organisme mondial de surveillance des valeurs mobilières, a récemment alerté sur le fait que le private equity était trop complaisant à l'égard des risques possibles, avec un focus sur les fragilités qui pourraient exister chez certains acteurs au niveau des évaluations. En France, l'AMF, dans sa cartographie des risques publiée en juillet dernier, a mis l'accent sur les risques liés à des évaluations erronées dans le nouvel environnement de taux, avec une section spécifique dédiée sur ce point.

Il y a déjà eu des enquêtes de l'AMF sur les évaluations réalisées par des fonds d'investissement, avec des amendes parfois à la clé. A Plus Finance en a notamment fait les frais, avec une amende de 300 000 euros, un avertissement et une publicité dont le gérant se serait bien passé. La décision indique notamment : « Il résulte (...) que les méthodes de valorisations appli-

En France, l'AMF, dans sa cartographie des risques publiée en juillet dernier, a mis l'accent sur les risques liés à des évaluations erronées dans le nouvel environnement de taux, avec une section spécifique dédiée sur ce point.

quées (...) étaient imprécises, peu fiables et susceptibles d'être arbitraires, sans que leur prétendue conformité aux principes énoncés par le Guide AFIC, qui n'ont pas de valeur normative (...) et laissent une latitude importante dans leur mise en œuvre, puisse justifier ces insuffisances. » Octo Asset Management a également été sanctionné, la décision indiquant : « On notera également les éléments suivants dans d'autres décisions de sanction : Octo AM n'a assuré ni la traçabilité de sa procédure de valorisation des actifs, ni sa mise en œuvre efficace, manquant ainsi à l'obligation d'employer une méthode permettant une évaluation précise et indépendante des positions », la décision insistant sur le domaine particulièrement sensible de l'évaluation d'actifs non cotés, la gestion des conflits d'intérêts potentiels et l'existence de contrôles de second niveau destinés à vérifier le bon respect de la réglementation applicable. On relèvera enfin, dans la décision sanctionnant Forest Invest, l'importance mise sur l'indépendance de l'évaluateur. La décision indique d'abord que « S'agissant [...] de la valorisation des actifs, il convient de relever qu'aux termes de l'article 19.4 de la Directive AIFM : les gestionnaires veillent à ce que la fonction d'évaluation soit effectuée par : a) un expert externe en évaluation, qui soit une personne physique ou morale indépendante du FIA, du gestionnaire et de toute autre personne ayant des liens étroits avec le FIA ou le gestionnaire ; ou b) le gestionnaire lui-même, à condition que la tâche d'évaluation soit indépendante, sur le plan fonctionnel, de la gestion de portefeuille et de la politique de rémunération et que d'autres mesures garantissent une atténuation des conflits d'intérêts et

évitent les influences abusives sur les employés. » La décision conclut ensuite que « si la Directive AIFM permet une évaluation interne des actifs, comme le fait valoir la mise en cause, l'article 19 conditionne cette évaluation interne à son caractère indépendant, sur le plan fonctionnel, par rapport à la gestion de portefeuille et à la politique de rémunération, ce qui n'est pas le cas en l'espèce ».

2. Comment se prémunir contre les risques de sanctions ? Quelles sont les recommandations en matière d'évaluation dans le monde du private equity ?

Des associations, telles que l'IPEV, proposent des guidelines, cherchant à adresser la problématique de la standardisation des évaluations et leur comparabilité. Elles deviennent peu à peu un référentiel incontournable, avec des investisseurs institutionnels qui en deviennent les premiers défenseurs. Si les guidelines permettent le recours à de nombreuses méthodes d'évaluation, elles contraignent cependant à la cohérence des méthodes d'évaluation avec les transactions significatives opérées sur le capital avec des tiers (en particulier avec la valeur extériorisée lors de l'investissement du fonds). Elles obligent également un travail de rationalisation et de documentation des évolutions de valeur eu égard aux évolutions de la société et des

marchés financiers (sauf exception, les méthodes, qui sont « calibrées » sur la valeur ressortant d'une transaction pertinente, sont reconduites à chaque exercice d'évaluation).

L'autre élément fortement mis en avant, par le régulateur et les guidelines de l'IPEV, a trait à la revue par un acteur indépendant et sans conflit d'intérêts des évaluations. Si l'évaluation peut sembler de prime abord respecter les guidelines, le diable peut se cacher dans les détails : des ajustements non pertinents d'agrégats financiers sur lesquels des multiples d'évaluation sont appliqués ou une lecture trop rapide d'une transaction récente faisant fi de l'existence de différentes catégories d'actions ou d'accords connexes sont des exemples, parmi de nombreux autres, qui peuvent induire des erreurs d'évaluation et de respect des guidelines.

Le recours à un tiers indépendant semble donc s'imposer progressivement, et pas uniquement dans le contexte de cession d'une participation d'un fonds à un autre fonds du même gérant (on parle notamment de fonds de continuation, qui ont naturellement tendance à fleurir sur le marché dans un contexte de difficultés de sorties), pour lequel la SEC, le gendarme américain de la bourse, a déjà imposé le recours systématique aux attestations d'équité par des tiers indépendants. ■

Sources : SAN-2019-11. Décision de la Commission des sanctions du 25 juillet 2019 à l'égard de la société Forest Invest et de Monsieur Olivier Segouin, SAN-2019-08. Décision de la commission des sanctions du 25 juin 2019 à l'égard de la société Octo Asset Management, SAN-2018-01. Décision de la Commission des sanctions du 29 décembre 2017 à l'égard de la société A Plus Finance.