

Board de l'IPEV, lignes directrices spéciales en matière d'évaluation

31 mars 2020

Afin de permettre à ses membres de mieux appréhender les principes édictés dans les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV et promus par France Invest, une traduction en français des lignes directrices spéciales en matière d'évaluation de l'IPEV a été réalisée à la demande de France Invest.

Celle-ci a fait l'objet d'une revue exhaustive par l'IPEV. Elle a été approuvée par le bureau de l'IPEV.

Cette traduction de courtoisie destinée à l'usage exclusif des membres de France Invest est mise à leur disposition à titre indicatif.

En tout état de cause, seule la version anglaise d'origine des lignes directrices d'évaluation de l'IPEV fait foi, la traduction française ne pouvant en aucun cas s'y substituer en cas de différences d'interprétation.

Elle ne constitue en aucun cas un avis juridique et ne doit pas être considérée comme tel.

Les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV fournissent le cadre d'élaboration des informations relatives à la juste valeur qui sont nécessaires aux LP. Compte tenu de l'ampleur de la crise actuelle qui s'accompagne d'une grande incertitude, le *Board* porte ce qui suit à l'attention de tous les gérants de fonds et investisseurs appliquant les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV (« les lignes directrices ») au 31 mars 2020 :

- Les lignes directrices doivent être appliquées de façon systématique à tous les types d'investissement, secteurs et phases d'investissement (phase de lancement, phase intermédiaire et phase de croissance).
- Il est impératif de continuer à mettre en œuvre des processus de valorisation rigoureux.
- La juste valeur n'équivaut pas à un prix de « vente forcée ».
- La juste valeur représente le montant qui serait reçu lors d'une transaction normale en utilisant les hypothèses des participants de marché dans l'environnement de marché actuel.
- La juste valeur est fondée sur les informations connues ou connaissables à la date d'évaluation.
- Il peut s'avérer nécessaire de tenir compte à la date d'évaluation de la possibilité de subventions publiques et de leur impact sur les différentes entreprises et l'environnement économique global. L'impact des subventions ou initiatives publiques n'apparaîtra généralement dans les résultats des sociétés de portefeuille que lorsqu'il se sera concrétisé ou sera raisonnablement assuré.
- Il importe d'être vigilant dans le traitement des données d'évaluation afin d'éviter un effet doublement pénalisant – si les indicateurs de performance ont été ajustés pour prendre en compte une performance inférieure aux attentes, il convient d'appliquer un multiple approprié plutôt qu'un multiple résultant de sociétés cotées comparables dont les résultats n'ont pas encore tenu compte des écarts défavorables sur la performance attendue. Le même principe s'applique en cas d'utilisation de l'approche par le résultat et d'actualisation des flux de trésorerie (DCF). Si les flux de trésorerie futurs ont été ajustés de l'impact de la crise, l'augmentation du taux d'actualisation pourra être moins importante que s'ils ne l'ont pas été.

- Le point de vue des participants de marché est important – une plus grande incertitude peut accroître le risque, qui peut entraîner à son tour une exigence de rendement accrue, et finalement aboutir à une baisse de la valeur des actifs.
- Pour déterminer la juste valeur, il n'est probablement plus approprié d'accorder un poids important, voire d'en accorder un, aux prix des transactions récentes, en particulier à ceux observés avant la progression de la pandémie.

Le *Board* attire par ailleurs l'attention sur ce qui suit concernant l'évaluation de certains types d'investissements qui doivent être considérés investissement par investissement (de plus amples détails figurent à ce sujet dans les lignes directrices) :

- **Investissements en actions**

- Conformément aux normes comptables (IFRS 13 et ASC Topic 820 du FASB) et par conséquent aux lignes directrices, les titres faisant l'objet d'échanges actifs doivent être valorisés en appliquant la formule $C*Q$, où C correspond au cours de clôture sur la place boursière concernée à la date d'évaluation et Q à la quantité d'actions détenues. Même si le *Board* a conscience de l'extrême volatilité actuelle des marchés boursiers, la formule $C*Q$ continue de s'appliquer pour l'élaboration de l'information financière.
- L'impact de la crise sur le chiffre d'affaires/les clients de la société de portefeuille, la chaîne d'approvisionnement et les opérations (y compris la possibilité pour les salariés et l'équipe de direction de travailler à distance) doit être pris en compte avec rigueur au 31 mars 2020.
- Il y a lieu d'estimer, dans la mesure du possible, les écarts par rapport aux performances prévues pour le 1^{er} et le 2^e trimestre, voire au-delà. Il sera probablement nécessaire d'actualiser les projections de performance.
- Il est impératif de définir des multiples appropriés reflétant l'environnement de marché actuel, notamment le risque et l'incertitude dans les projections et les résultats historiques.
- Un multiple approprié est cohérent avec l'indicateur auquel il s'applique. Le pourcentage de variation de la capitalisation boursière de sociétés cotées comparables peut fournir une bonne indication de l'ampleur de la variation qui devrait affecter le multiple.
- Si l'indicateur a été ajusté en fonction des conditions actuelles et des prévisions et que les résultats des sociétés cotées comparables ne reflètent pas encore les changements qui affecteront les résultats et les prévisions, on peut s'attendre à une moindre variation relative du multiple appliqué. Si l'indicateur n'a pas été ajusté, une part plus importante de la variation relative observée pour les sociétés cotées comparables sera appliquée.
- Une plus grande incertitude se traduit par un renforcement du risque et des exigences de rendement, ce qui annonce généralement une diminution des multiples, même en l'absence de données de transactions récentes.
- Les indicateurs de chiffres d'affaires et de résultat doivent être évalués en tenant compte du point de vue des participants de marché qui privilégient généralement les résultats durables ou le chiffre d'affaires durable. Par conséquent, les impacts ponctuels seront exclus de l'indicateur auquel le multiple est appliqué.



- Nonobstant le point précédent, une performance négative attendue au 1^{er} et au 2^e trimestre 2020 et au-delà, même si elle est considérée comme ponctuelle, aura néanmoins un impact sur les soldes de trésorerie et viendra en déduction de la valeur d'entreprise pour l'estimation de la juste valeur.
 - Les indicateurs fondés sur les douze derniers mois ou les prévisions des douze prochains mois seront sélectionnés en fonction des attentes des participants de marché et de la disponibilité des multiples applicables.
 - Les besoins de liquidité doivent être évalués ; quelle est la probabilité de non-respect des clauses contractuelles des emprunts ? Quel est l'impact d'une réduction prolongée des flux de trésorerie ? Quel est le fonds de roulement nécessaire pour « relancer » l'activité si elle est affectée par la crise ?
 - Une analyse de scénarios sera probablement nécessaire pour évaluer et intégrer la probabilité d'une prolongation de la crise pendant encore 3, 6, 12 ou 18 mois, voire plus.
- **Investissements en dette**
 - La juste valeur d'un investissement en dette, en l'absence de prix résultant d'échanges actifs, est généralement déterminée à partir d'une analyse du rendement tenant compte de la qualité du crédit, du coupon et de la maturité.
 - La valeur au pair, la valeur nominale ou le coût ne correspondent pas automatiquement à la juste valeur, même si la valeur d'entreprise est suffisante pour couvrir la dette.
 - La juste valeur peut, selon les faits et circonstances, être égale à la valeur au pair, à la valeur nominale ou au coût.
 - La qualité de crédit (risque de remboursement) doit être évaluée selon une approche similaire à celle exposée ci-dessus pour les actions.
 - Les titres de créance non productifs sont considérés différemment des titres de créance productifs d'intérêts.
 - Les *spreads* de crédit se sont élargis pour plusieurs secteurs, notations de crédit et maturités.
- **Participations dans des *limited partnerships***
 - S'il est fondé sur la juste valeur des investissements sous-jacents, le dernier montant communiqué pour l'actif net réévalué (ANR) constitue en général le point de départ de l'estimation de la juste valeur.
 - Dans de nombreux cas, l'ANR a été communiqué pour la dernière fois le 30 septembre ou le 31 décembre 2019.
 - Compte tenu de la variation potentiellement importante de la valeur des investissements sous-jacents, les LP devront ajuster non seulement le dernier montant d'ANR communiqué et les positions sur les titres cotés, mais également la variation de valeur des participations sous-jacentes, d'où la nécessité pour les GP de communiquer le plus rapidement possible.

Le *Board* ne prétend pas proposer une approche exhaustive dans le présent document. Celui-ci est destiné à encourager les évaluateurs à faire preuve d'esprit critique pour estimer la juste valeur au 31 mars 2020.



IPEV

International Private Equity
and Venture Capital
Valuation Guidelines

Il convient de se référer avant tout aux lignes directrices elles-mêmes, et de se forger un jugement éclairé, en dépit du contexte éprouvant et de la difficulté potentielle d'accès à certaines informations. Chaque investissement nécessitera une analyse supplémentaire. Même s'il s'agit d'une période tout à fait unique dans l'histoire, les GP continueront de servir au mieux les intérêts des LP en leur fournissant en temps voulu les informations relatives à la juste valeur au 31 mars 2020. Même dans des marchés volatils et disloqués, la juste valeur reste l'information la plus pertinente et la plus fiable pour les LP.