



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Édition de décembre 2018



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Avertissement

En consultant les lignes directrices d'évaluation, vous indiquez que vous acceptez les conditions d'utilisation disponibles ici et que vous vous engagez à les respecter.

Les conditions d'utilisation portent également sur la traduction des lignes directrices d'évaluation. Pour traduire les lignes directrices d'évaluation, veuillez écrire à l'adresse suivante : contact@privateequityvaluation.com

Les informations figurant dans le présent document ont été établies à partir de la contribution de nombreuses sources.

Ni le *Board* de l'IPEV, ni les autres contributeurs, personnes ou associations cités ne pourront être tenus pour responsables des décisions prises ou des actes accomplis sur la base du présent document ou des informations qu'il contient.

Pour de plus amples renseignements, veuillez consulter : www.privateequityvaluation.com

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 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.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Sommaire

Avant-propos	5
Introduction	5
Application des lignes directrices	8
Section I : Lignes directrices d'évaluation accompagnées de commentaires explicatifs	9
1. La notion de juste valeur	9
2. Principes d'évaluation	12
3. Méthodes d'évaluation	19
3.1 Principes généraux	19
3.2 Exercice du jugement pour la sélection des techniques d'évaluation	20
3.3 Sélection de la technique d'évaluation appropriée	21
3.4 Multiples	23
3.5 Références d'évaluation sectorielles	28
3.6 (i) Investissements cotés	28
3.6 (ii/iii) Décote pour bloc de titres et autres décotes	29
3.6 (iv) Prix observables	30
3.7 Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de la société détenue)	32
3.8 Actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement)	33
3.9 Actif net	35
3.10 Étalonnage en fonction du prix d'un investissement récent	35
4. Évaluation de la participation dans un fonds	40
4.1 Principes généraux	40
4.2 Ajustements appliqués à la valeur liquidative	41
4.3 Transactions secondaires	42
4.4 Autres méthodes d'évaluation de la participation dans un fonds	43
Section II : Modalités d'application complémentaires	44
5. Aspects spécifiques	44
5.1 Unité de comptabilisation	44
5.2 Tours de financement internes	47
5.3 Marché en crise	47
5.4 Prêt relais	48



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

5.5 Investissements en dette privée	48
5.6 Intérêts d'emprunt capitalisés	50
5.7 Offres indicatives	50
5.8 Incidence de la structuration	51
5.9 Droits contractuels	52
5.10 Investissements ne donnant pas le contrôle	53
5.11 Modèles mathématiques / Analyse de scénarios	53
5.12 Somme des parties (<i>sum of the parts</i>)	54
5.13 Coûts de transaction	54
5.14 Investissements immobiliers	54
5.15 Investissements en infrastructures	55
Section III – Définitions	56
Annexe 1 – Lignes directrices d'évaluation sans commentaires	56
Annexe 2 – Informations complémentaires	69
Normes d'information financière	69
Application de la norme IFRS 9/l'ASC Topic 946 aux investissements en dette	69
Normes d'évaluation	70
Annexe 3 – Changements dans la version 2018 des lignes directrices	71
Associations ayant adopté les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV	74



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Avant-propos

Les lignes directrices de l'International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) (« lignes directrices d'évaluation ») formulent des recommandations destinées à refléter les bonnes pratiques actuelles en matière d'évaluation des investissements de Private Capital ou « Capital privé ». L'expression Private Capital ou « Capital privé » est utilisée dans les présentes lignes directrices d'évaluation au sens large pour désigner les investissements de Private Capital dans des sociétés non cotées de la phase d'amorçage (*early stage*), de développement, aux opérations de transmission en buy out capital, les projets d'infrastructure, les opérations de financement en dette privée et investissements similaires et les investissements dans des fonds réalisant des investissements de ce type.

Les lignes directrices d'évaluation, telles que présentées dans la section I et l'annexe 1, sont destinées à s'appliquer à toute la gamme des fonds d'investissement alternatifs (fonds de capital-innovation (finançant la phase d'amorçage et la phase de démarrage), fonds de capital-transmission (buy out capital), fonds de capital de développement, fonds d'infrastructure, fonds de dette privée, etc. ; conjointement dénommés ci-après fonds de *Private Capital*) et aux instruments financiers habituellement détenus par lesdits fonds. Elles fournissent également une base pour l'évaluation des investissements détenus par d'autres entités, notamment les fonds de fonds, dans ces fonds de *Private Capital*. Les lignes directrices d'évaluation ont été établies dans le but d'assurer la conformité des évaluations de la juste valeur déterminées à partir de ces lignes directrices aussi bien avec les normes internationales d'information financière (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) qu'avec les principes comptables généralement admis aux États-Unis (*United States Generally Accepted Accounting Principles – US GAAP*). Cette démarche visait à proposer un cadre de référence conforme aux principes comptables à utiliser par les fonds de *Private Capital* pour déterminer la juste valeur de leurs investissements. D'autres pays qui utilisent une définition similaire de la juste valeur, faisant référence à la notion de « vendeur consentant, acheteur consentant », peuvent également appliquer les présentes lignes directrices d'évaluation. Il est à noter que les présentes lignes directrices d'évaluation peuvent, de façon tout à fait justifiée, différer des recommandations publiées par des tiers en ce qui concerne l'évaluation des titres de sociétés non cotées émis à titre de rémunération.

Les lignes directrices d'évaluation sont exposées dans la section I avec des commentaires explicatifs. Les lignes directrices d'évaluation sont reprises dans l'annexe 1 sans commentaires. La section I présente les lignes directrices d'évaluation dans un encadré grisé et en caractères gras en les faisant suivre d'explications, d'exemples, de renseignements généraux, d'éléments de contexte et de commentaires visant à faciliter leur interprétation. La section II fournit des modalités d'application pour des situations spécifiques.

Dans l'éventualité d'un conflit entre le contenu des présentes lignes directrices d'évaluation et les obligations imposées par les lois, réglementations, normes comptables ou principes comptables généralement admis, ces obligations doivent prévaloir.

Les présentes lignes directrices d'évaluation, qui doivent être considérées comme remplaçant les précédentes lignes directrices d'évaluation publiées en 2015 par le *Board* de l'IPEV, entrent en vigueur pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019. Une application anticipée est recommandée.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Introduction

Les gestionnaires de fonds de Private Capital peuvent avoir l'obligation de réaliser des évaluations périodiques des investissements dans le cadre du processus de reporting aux investisseurs des fonds dont ils ont la gestion. Les présentes lignes directrices d'évaluation ont pour objectif d'exposer les bonnes pratiques à suivre lorsque le reporting présente les investissements de Private Capital à la « juste valeur » et visent, par conséquent, à aider les investisseurs des fonds de Private Capital à prendre les bonnes décisions économiques.

L'importance croissante accordée à la juste valeur par les autorités comptables internationales renforçant la nécessité d'une utilisation uniforme des pratiques d'évaluation partout dans le monde, les présentes lignes directrices d'évaluation fournissent un cadre permettant d'évaluer de manière uniforme les types d'investissements détenus par les fonds de Private Capital.

Les fonds de Private Capital sont généralement régis par un ensemble de dispositions légales ou réglementaires ou par des dispositions contractuelles. Les présentes lignes directrices d'évaluation n'ont pas pour objet de fournir des prescriptions ou des recommandations quant aux éléments à retenir pour inscrire les investissements dans les états financiers des fonds de Private Capital. Le *Board* de l'IPEV confirme que la juste valeur constitue le meilleur indicateur pour évaluer les fonds de Private Capital et les investissements qu'ils détiennent. Le *Board* est d'autant plus favorable à la juste valeur qu'elle garantit la transparence aux investisseurs des fonds qui utilisent la juste valeur pour mesurer la performance d'un portefeuille pendant la période intérimaire. En outre, les investisseurs institutionnels ont besoin de la juste valeur pour prendre leurs décisions d'allocation d'actifs et produire leurs états financiers à des fins réglementaires.

Les présentes lignes directrices d'évaluation font une distinction entre la **base de l'évaluation** (juste valeur), qui définit ce que la valeur comptable est présumée représenter, la **technique d'évaluation** (comme la technique des multiples de résultats), qui correspond à la méthode ou à la technique utilisée pour aboutir à l'évaluation, et les **données** utilisées pour mettre en œuvre la technique d'évaluation (comme l'EBITDA).

Les normes d'information financière n'exigent pas le respect des présentes lignes directrices d'évaluation. Néanmoins, même s'il appartient aux évaluateurs de se prononcer sur la conformité de leurs évaluations de la juste valeur avec les normes d'information financière applicables, il est possible d'évaluer la juste valeur conformément aux normes d'information financière applicables en suivant les présentes lignes directrices d'évaluation.

Les présentes lignes directrices d'évaluation visent à refléter les bonnes pratiques actuelles et seront donc réexaminées et, si nécessaire, modifiées afin de tenir compte des évolutions de la réglementation ou des normes comptables.

Le Private Capital, de par sa nature même, fait appel à des informations confidentielles, non publiques. Toutefois, les investisseurs des fonds de Private Capital ont besoin de recevoir des gestionnaires de ces fonds des informations suffisantes, à jour, comparables et transparentes leur permettant de :

- s'acquitter de leurs obligations fiduciaires en surveillant le capital investi ;
- transmettre un rapport régulier sur la performance aux investisseurs finaux, bénéficiaires, conseils, etc., selon le cas ;
- établir des états financiers conformes aux normes comptables applicables.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Les investisseurs peuvent également utiliser les informations relatives à la juste valeur en vue de :

- prendre des décisions d'allocation d'actifs ;
- prendre des décisions portant sur la sélection des gestionnaires ;
- prendre des décisions concernant les régimes incitatifs de rémunération des investisseurs.

Il convient de noter que les présentes lignes directrices d'évaluation ne traitent que des questions d'évaluation financière. Le *Board* de l'IPEV, sur la base de discussions approfondies et de consultations, est parvenu à la conclusion que les questions liées au reporting et à l'évaluation des données ou facteurs non financiers dans le cadre des pratiques d'investissement responsable d'un fonds, notamment des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, font partie d'un point de vue conceptuel des présentes lignes directrices d'évaluation lorsque leur impact est financier, mais ne rentrent pas dans le champ d'application du présent document dans le cas contraire.

Les présentes lignes directrices d'évaluation portent essentiellement sur les bonnes pratiques d'évaluation envisagées sous l'angle conceptuel et pratique et du point de vue du reporting aux investisseurs. Compte tenu des différentes réglementations locales, ces lignes directrices n'ont pas pour objet de présenter de manière exhaustive les bonnes pratiques en matière de processus, contrôles et procédures internes, aspects liés à la gouvernance, surveillance des comités, expérience et capacités requises de l'évaluateur, ou audit ou examen des évaluations. Néanmoins, les lignes directrices d'évaluation fournissent des recommandations, dès lors que la situation s'y prête, quant à l'application des bonnes pratiques d'évaluation (voir ci-après).



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Application des lignes directrices

Les présentes lignes directrices visent à exposer les bonnes pratiques en matière d'évaluation de tous les investissements en dette privée et en capital des entités/sociétés d'investissement. À cet effet, les présentes lignes directrices énoncent des principes qui encouragent :

- la permanence dans l'application de la méthode d'évaluation à chaque date d'évaluation et pour des investissements similaires ;
- la pertinence des jugements exercés en matière d'évaluation et leur cohérence avec les hypothèses des participants au marché ;
- l'étalonnage des données retenues pour l'évaluation ;
- la rigueur et la qualité de la réflexion dans l'approche d'évaluation.

Outre l'application des lignes directrices présentées ci-dessous, un processus d'évaluation solide implique de tenir compte des bonnes pratiques du secteur concernant le processus d'évaluation et sa documentation. De manière générale, les pratiques courantes et exemplaires comprennent notamment :

- une politique d'évaluation robuste et formulée par écrit, qui intègre les présentes lignes directrices et exige de documenter les procédures et méthodes à utiliser pour déterminer la juste valeur de chacun des investissements du portefeuille du fonds ;
- la documentation des données et des hypothèses utilisées dans l'analyse des évaluations et le fondement de la valeur finalement retenue ;
- le recours à un comité d'évaluation interne et indépendant et/ou à des conseillers externes pour vérifier le caractère raisonnable des méthodes, des données significatives utilisées et des estimations de juste valeur ;
- la prise en compte du *backtesting* en tant qu'élément à part entière du processus d'évaluation.

Les bonnes pratiques énumérées ci-dessus ne sont pas exhaustives, mais donnent au contraire des éléments d'appréciation sur d'autres analyses à considérer pour appliquer les lignes directrices d'évaluation dans le cadre d'une politique d'évaluation robuste et transparente.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Section I : Lignes directrices d'évaluation accompagnées de commentaires explicatifs

La section I présente les lignes directrices d'évaluation dans un encadré grisé et en caractères gras en les faisant suivre d'explications, d'exemples, de renseignements généraux, d'éléments de contexte et de commentaires visant à faciliter leur interprétation. La section II fournit des modalités d'application complémentaires pour des situations spécifiques.

1. La notion de juste valeur

1.1 La juste valeur est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif lors d'une transaction normale entre des participants au marché à la date d'évaluation.

1.2 L'évaluation de la juste valeur suppose qu'une transaction hypothétique de vente d'un actif a lieu sur le marché principal ou, à défaut, sur le marché le plus avantageux pour l'actif.

1.3 En ce qui concerne les investissements faisant l'objet d'échanges actifs (cotés), l'évaluation de la juste valeur est fondée exclusivement sur les prix de marché disponibles pour des instruments identiques.

1.4 Dans le cas d'investissements non cotés, l'évaluation de la juste valeur impose à l'évaluateur de supposer que l'investissement est réalisé ou vendu à la date d'évaluation, indépendamment du fait que l'instrument ou la société détenue soient préparés à la vente ou que ses détenteurs aient l'intention de les vendre dans un avenir proche.

1.5 Certains fonds investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société détenue. Si un participant au marché devait effectuer des transactions simultanées sur toutes les positions sur la même société détenue sous-jacente, par exemple des investissements distincts correspondant aux catégories A, B et C, alors la juste valeur serait estimée pour le montant cumulé des investissements dans la société détenue. Si un participant au marché devait effectuer des transactions distinctes, par exemple en achetant des instruments de la catégorie A, indépendamment de ceux des catégories B et C, ou si des investissements en dette privée étaient achetés indépendamment des titres de capital, alors il serait plus approprié de déterminer la juste valeur pour chacun des instruments financiers pris individuellement.

1.6 La juste valeur doit être estimée en utilisant les mêmes techniques d'évaluation d'une date d'évaluation à l'autre, sauf en cas de changement des conditions du marché ou des facteurs spécifiques à l'investissement qui modifierait la manière dont un participant au marché en déterminerait la valeur. Il convient également d'utiliser les mêmes techniques d'évaluation pour des investissements dont les caractéristiques, le secteur d'activité et/ou la zone géographique sont similaires.

L'estimation de la juste valeur vise à estimer le prix auquel une transaction normale serait conclue entre des participants au marché à la date d'évaluation.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

La juste valeur est le prix d'échange hypothétique tenant compte des conditions de marché actuelles qui serait retenu pour acheter ou vendre des actifs. La juste valeur n'est pas le montant qu'une entité recevrait ou paierait dans le cadre d'une transaction forcée, d'une liquidation involontaire ou d'une vente en urgence.

Même si les transferts de parts des sociétés non cotées sont souvent soumis à des restrictions, droits de préemption et autres limitations, il reste néanmoins possible d'estimer le montant qu'un acheteur consentant paierait pour acquérir la propriété de l'investissement, sous réserve de ces restrictions.

L'estimation de la juste valeur repose sur l'hypothèse que la période nécessaire pour réaliser une transaction commence à un moment antérieur à la date d'évaluation et que l'échange hypothétique intervient finalement à la date d'évaluation. En conséquence, la juste valeur doit refléter le montant qui serait effectivement reçu par un vendeur lors d'une transaction normale dans les conditions actuelles du marché à la date d'évaluation. Il n'est pas approprié d'ajouter une décote de négociabilité (la négociabilité étant définie comme le temps nécessaire pour mener une transaction à son terme). Les participants au marché tiennent toutefois compte de la liquidité ou de l'illiquidité (à savoir la fréquence des transactions), qui doit donc être un facteur utilisé pour évaluer la juste valeur.

Les évaluations de la juste valeur sont déterminées en cohérence avec la structure de propriété de l'investissement. Ce principe signifie que la juste valeur est déterminée de manière indépendante pour chaque entité de reporting.

Une fois la ou les techniques d'évaluation sélectionnées, elles doivent être appliquées de manière constante (d'une date d'évaluation à l'autre) ; il est néanmoins approprié de changer de technique, si elle aboutit à une évaluation plus représentative de la juste valeur au regard des circonstances. Si un changement de technique(s) d'évaluation est jugé approprié, il convient d'en documenter clairement les conditions en précisant notamment sa nature et les raisons qui le justifient.

Exemples d'événements qui peuvent justifier un changement de technique d'évaluation :

- évolution du stade de développement de l'entreprise (période sans chiffre d'affaires, puis chiffre d'affaires, puis résultats) ;
- émergence de nouveaux marchés ;
- nouvelles informations disponibles ;
- indisponibilité des informations précédemment utilisées ;
- amélioration des techniques d'évaluation ;
- changement des conditions du marché.

Par ailleurs, sous réserve d'utiliser le point de vue des participants au marché, il convient d'utiliser des techniques d'évaluation identiques pour évaluer les investissements dont les caractéristiques, les stades de développement, la zone géographique et/ou les secteurs d'activité sont similaires.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

1.7 Unité de comptabilisation

1.7 L'estimation de la juste valeur nécessite de déterminer l'unité de comptabilisation. L'unité de comptabilisation représente l'investissement spécifique qui fait l'objet d'une évaluation à la juste valeur.

De nombreux fonds investissent dans plusieurs types d'instruments d'investissement émis par une entité (comme les actions ordinaires, diverses catégories d'actions privilégiées, de tranches de dettes et d'options sur actions). Les US GAAP et normes d'information financière internationales exigent que la juste valeur d'un investissement soit évaluée de manière cohérente avec le niveau de regroupement (unité de comptabilisation) requis par la norme comptable imposant ou permettant l'évaluation de l'investissement à sa juste valeur. L'unité de comptabilisation est une notion relative au niveau de regroupement qui a été défini pour les besoins de l'information financière, c'est-à-dire qu'elle a trait à la manière dont les actifs et passifs doivent être regroupés ou ventilés dans les états financiers.

Dans la mesure où l'information financière vise à représenter des faits économiques, l'unité de comptabilisation a pour objectif de décrire la manière particulière dont un investissement est détenu, notamment les droits et obligations juridiques attachés à la propriété et son lien avec d'autres droits de propriété dans le cas d'une structure de capital complexe. Néanmoins, les transactions réelles peuvent ne pas être effectuées au niveau de l'unité de comptabilisation indiquée par les normes comptables, et n'ont effectivement pas à l'être.

À des fins d'évaluation, l'unité de comptabilisation est généralement déterminée en se fondant sur la manière dont un participant au marché effectuerait des transactions portant sur les différents investissements détenus dans un fonds, et qui serait également cohérente avec le regroupement présenté aux investisseurs dans l'état récapitulatif des investissements.

En matière de capital-investissement(y compris capital-innovation) , la réalisation de l'actif s'effectue généralement par la cession ou l'introduction en Bourse de la totalité de la société détenue, plutôt que par un transfert des parts des différents actionnaires. La valeur de l'entreprise dans son intégralité (valeur d'entreprise) à la date d'évaluation donne souvent une indication fondamentale sur la valeur des participations prises dans cette entreprise.¹

Si l'investissement est réalisé comme indiqué ci-dessus, alors un participant au marché utiliserait la valeur d'entreprise pour déterminer le prix normal auquel il paierait un investissement. À l'inverse, si un participant au marché effectuait des transactions sur des instruments pris isolément, comme des parts individuelles, des tranches de dettes ou une catégorie unique d'instruments de capital, il serait alors plus approprié d'évaluer la juste valeur au niveau de l'instrument pris isolément.

Voir la section II 5.1 pour des précisions concernant l'unité de comptabilisation.

¹ Selon certaines interprétations, les normes internationales d'information financière imposeraient que l'unité de comptabilisation corresponde à une part unique d'une société non cotée (voir les précisions concernant les normes d'information financière et l'unité de comptabilisation figurant dans l'annexe 2 des présentes lignes directrices d'évaluation). Les présentes lignes directrices d'évaluation ne retiennent pas cette interprétation de l'unité de comptabilisation comme étant une part unique (pour les titres autres que ceux faisant l'objet d'échanges actifs), dans la mesure où, en pratique, l'évaluation de la juste valeur n'étant pas réalisée sur la base d'une part unique d'une société non cotée, elle ne refléterait donc pas les hypothèses des participants au marché et ne serait pas représentative de la juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2. Principes d'évaluation

2.1 La juste valeur de chaque investissement doit être évaluée à chaque date d'évaluation.

En l'absence de marché actif pour un instrument financier, l'évaluateur doit estimer la juste valeur en utilisant une ou plusieurs techniques d'évaluation.

2.2 En vue d'estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit appliquer une (des) technique(s) appropriée(s) au regard de la nature, des conditions et des circonstances de l'investissement et doit utiliser des données de marché et autres données actuelles et raisonnables tout en prenant en compte les hypothèses des participants au marché.

2.3 La juste valeur est estimée en retenant le point de vue des participants au marché et les conditions du marché à la date d'évaluation, quelles que soient les techniques d'évaluation utilisées.

En vue d'estimer la juste valeur en adoptant le point de vue des participants au marché, il est essentiel de tenir compte des éléments indiqués ci-après.

La juste valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation, à savoir à chaque fois que la valeur liquidative (VL) fondée sur la juste valeur est communiquée aux investisseurs (LP).

Le prix d'un investissement récent (s'il est considéré comme représentatif de la juste valeur) doit être utilisé pour étalonner les données utilisées dans le(s) modèle(s) d'évaluation.

L'étalonnage est imposé par les normes comptables.

Le point de vue des participants au marché doit être utilisé en vue d'estimer la juste valeur à chaque date d'évaluation.

Une fois les conditions et circonstances spécifiques prises en compte et les présentes lignes directrices appliquées, il est possible que la juste valeur à une date d'évaluation ultérieure soit identique à celle qui avait été obtenue à une date d'évaluation antérieure. Cela signifie que la juste valeur peut être égale au prix d'un investissement récent ; néanmoins, le prix d'un investissement récent n'est pas automatiquement considéré comme représentant la juste valeur.

Ces notions sont approfondies tout au long du présent document.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2.4 Répartition de la valeur d'entreprise

2.4 En général, pour les investissements de Private Capital, les participants au marché déterminent le prix auquel ils paieraient des instruments de capital pris individuellement en utilisant la valeur d'entreprise estimée à partir d'une vente hypothétique des capitaux propres qui peut être déterminée en se fondant sur la vente de la société détenue. La démarche consiste à :

- (i) déterminer la valeur d'entreprise de la société détenue à l'aide des techniques d'évaluation ;**
- (ii) ajuster la valeur d'entreprise au regard de facteurs qu'un participant au marché prendrait en compte, comme un excédent d'actifs ou de passifs, d'autres passifs éventuels et d'autres facteurs pertinents, pour parvenir à la valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;**
- (iii) déduire de ce montant la valeur, selon le point de vue du participant au marché, de tout instrument financier de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans le cas d'une vente de la société détenue.**
- (iv) prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;**
- (v) répartir la valeur d'entreprise attribuable entre les différents instruments financiers de la société détenue en fonction de leur rang ;**
- (vi) affecter les montants obtenus en fonction de la participation du fonds dans chacun des instruments financiers afin de refléter leur juste valeur.**

Il est important de souligner la nature subjective de l'évaluation des investissements de Private Capital. Cette évaluation repose, par définition, sur des estimations et jugements prospectifs portant sur la société détenue, à savoir son marché et l'environnement dans lequel elle exerce ses activités, la situation du marché des fusions et acquisitions, les conditions du marché boursier et d'autres facteurs et anticipations existant à la date d'évaluation.

En raison des interactions complexes entre ces facteurs et, dans bien des cas, de l'absence de transactions de marché directement comparables, il convient de faire preuve de prudence lorsqu'il s'agit d'obtenir une évaluation sur la base d'informations publiques concernant d'autres entités. En vue d'évaluer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit exercer un jugement et procéder aux estimations nécessaires pour ajuster les données de marché de manière à refléter l'incidence potentielle des autres facteurs (zone géographique, risque de crédit, risque de change, droits attribuables, cours des actions et volatilité).

À cet égard, il importe de noter que si les évaluations fournissent des indications intermédiaires utiles concernant l'évolution d'une société détenue ou d'un investissement donné, ce n'est qu'au moment de la réalisation que les résultats seront connus de manière certaine. L'évaluateur doit comprendre les causes expliquant les écarts entre les produits tirés de la réalisation et ses estimations de la juste valeur, et en tenir compte dans ses futures estimations de la juste valeur. La notion de *backtesting*, qui est décrite dans la section I 2.7, peut aider à améliorer le processus d'évaluation.

Les présentes lignes directrices mettent en avant la répartition de la valeur d'entreprise attribuable en tant que technique d'évaluation de la juste valeur d'un investissement, dans la mesure où elle est couramment utilisée. Il convient de noter que d'autres techniques peuvent



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

être appropriées selon les conditions et circonstances, notamment l'appréciation de la valeur de l'investissement à partir du point de vue d'un participant au marché partageant des objectifs d'investissement, des prévisions de rendement et un horizon d'investissement similaires. Cette technique est parfois décrite comme une approche « *step into the shoes* » puisqu'elle consiste à « se mettre à la place » d'un autre participant. En dernier ressort, la juste valeur doit être déterminée en fonction des hypothèses des participants au marché quant au montant qui serait perçu pour l'investissement à la date d'évaluation.

Répartition appropriée de la valeur d'entreprise attribuable

La répartition doit refléter les montants attribuables respectivement au détenteur de chaque instrument financier et à tous les autres instruments financiers (quel que soit leur détenteur) dans le cas où la réalisation aurait lieu à la date d'évaluation. Comme indiqué plus en détail dans la section II 5.8, la répartition doit tenir compte de l'existence de clauses d'ajustement de prix (*ratchets*), d'options sur actions ou d'autres mécanismes (tels qu'une répartition préférentielle du boni de liquidation dans le cas d'investissements dans des entreprises en phase de lancement) qui seront, selon toute vraisemblance, déclenchés lors de la cession de la société sur la base de la valeur d'entreprise déterminée à cette date.

La juste valeur doit être estimée en partant de l'hypothèse que les options et les *warrants* (bons d'option) seront exercés, lorsque cette hypothèse semble raisonnable dans la mesure où la juste valeur excède le prix d'exercice. S'il est important, le prix d'exercice cumulé de ces options et *warrants* peut générer un excédent de trésorerie dans la société détenue.

Lorsque le fonds détient des positions importantes sur des options et *warrants*, il peut être nécessaire de les évaluer séparément des investissements sous-jacents à l'aide d'un modèle de valorisation des options approprié.

La répartition différentielle des produits peut avoir une incidence sur la valeur d'un investissement. S'il existe une clause de répartition préférentielle du boni de liquidation, celle-ci doit être examinée en vue d'évaluer si elle sera à l'avantage du fonds ou bien à celui d'un tiers, au détriment du fonds.

Détermination de la valeur de la dette à déduire

Nombre de structures d'investissement sont assorties d'une dette contractée auprès de tiers dont la créance sur l'entreprise a un rang plus élevé que celui reconnu à l'investissement du fonds. Afin d'estimer la valeur d'entreprise attribuable, cette dette est déduite de la valeur d'entreprise ajustée. Lorsque l'encours de la dette est déduit de la valeur d'entreprise pour calculer la juste valeur des investissements en capital, il est nécessaire d'exercer un jugement afin d'obtenir l'assurance que le montant déduit représente le point de vue des participants au marché.

Par exemple, si la dette doit être remboursée lors de la cession de la société détenue, ce qui est fréquent pour une transaction de capital-investissement, alors un participant au marché qui effectue une transaction dans son meilleur intérêt économique peut juger qu'un hypothétique changement de contrôle intervient à la date d'évaluation et que par conséquent, le montant à déduire est égal à la valeur au pair ou valeur de remboursement (*payoff*) de la dette (à savoir, le montant devant être remboursé). Cependant, un participant au marché peut prendre en compte la possibilité d'un futur changement de contrôle et la date à laquelle il interviendra (c'est-à-dire, partir du postulat qu'il n'y a pas encore eu de changement de contrôle à la date d'évaluation, mais tenir compte de l'existence de la clause de changement de contrôle dans le montant déduit).



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Dans le cas où la dette ne serait pas remboursée lors de la cession de l'entreprise, alors le montant déduit ne serait pas nécessairement égal à la valeur au pair ou valeur de remboursement de la dette. Ce montant varierait en fonction des conditions favorables ou défavorables (comme le taux d'intérêt) de la dette, ou en d'autres termes, la valeur de la dette reflétant les éléments favorables/défavorables serait déduite de la valeur d'entreprise ajustée.

Une autre question se pose si la dette présente des caractéristiques particulières, comme une pénalité pour remboursement anticipé. En pareil cas, il convient de s'interroger sur le prix auquel les participants au marché effectueraient la transaction pour en maximiser la valeur. La pénalité pour remboursement anticipé serait prise en compte dans le montant déduit en fonction de sa probabilité de paiement. Du point de vue du participant au marché, la valeur de la dette déduite peut, en fonction des conditions et circonstances, être ou non égale à la valeur nominale, à la valeur au pair ou à la valeur de remboursement de la dette.

- a) Dans le cas où la dette devrait être remboursée en cas de changement de contrôle et qu'une pénalité pour remboursement anticipé serait exigée, la probabilité de celle-ci, évaluée en tenant compte, entre autres, de la durée attendue et de la capacité de négociation avec les prêteurs, serait prise en compte dans le montant déduit.
- b) Dans le cas où le remboursement de la dette ne serait pas exigé en cas de changement de contrôle, alors le montant qui serait déduit de la valeur d'entreprise ajustée varierait en fonction des conditions favorables ou défavorables (comme le taux d'intérêt) de la dette.

Remarque : si l'investissement porte sur la dette d'une société détenue, la juste valeur de cet investissement en dette sera déterminée à l'aide d'une approche de marché et/ou d'une approche par le résultat en prenant en compte le risque, le coupon, la durée restant à courir jusqu'au remboursement et les autres conditions du marché, et sera généralement équivalente à la valeur au pair (voir les lignes directrices 3.6 ou 3.8, et également 5.5 Investissements en dette privée, ainsi que l'annexe 2, Application de la norme IFRS 9 et de l'*Accounting Standards Codification* (ASC) Topic 946 aux investissements en dette).

Lorsque la dette se négocie avec une décote par rapport au pair, ce montant décoté n'est en principe déduit de la valeur d'entreprise qu'à partir du moment où la société détenue ou le fonds a acquis cette dette sur le marché à cette valeur et a l'intention d'annuler la dette plutôt de viser un remboursement au pair.

Dilution

Une estimation en juste valeur tient compte du point de vue des participants au marché. De nombreux investissements de Private Capital prévoient une dilution potentielle. La dilution intervient, par exemple, en raison de droits à une participation au capital accordés aux dirigeants de la société détenue qui peuvent être acquis progressivement. Les droits acquis à la date d'évaluation doivent être pris en compte pour estimer la juste valeur.

Les investissements dans des entreprises en phase de lancement peuvent également donner lieu à une dilution lorsque de nouveaux tours de financement prévoient une diminution du pourcentage de participation des actionnaires existants lors de nouvelles augmentations de capital. La juste valeur reflète la participation au capital à la date d'évaluation concernée. Dans certaines circonstances, et souvent dans le cas des investissements dans des entreprises en phase de lancement, la valeur déterminée à l'aide d'une analyse de scénarios doit tenir compte de la dilution potentielle anticipée à la sortie au terme des nouveaux tours de financement.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2.5 Exercice d'un jugement prudent

2.5 Compte tenu du degré d'incertitude inhérent à l'estimation de la juste valeur des investissements de Private Capital, il convient de faire preuve de prudence dans l'exercice du jugement et la détermination des estimations nécessaires. L'évaluateur doit néanmoins se garder de faire montre d'une prudence excessive.

Il est fréquent que les fonds de Private Capital réalisent un investissement dans le but de soutenir la création et le développement de la société détenue et/ou d'y mettre en œuvre des changements importants, ceux-ci pouvant porter sur sa stratégie, ses opérations, sa direction ou sa situation financière. Il arrive que ces situations donnent lieu à un refinancement visant à sauver l'entreprise concernée ou à une recapitalisation de celle-ci par capital-retournement. Même s'il est difficile en pareil cas d'évaluer la juste valeur, il doit être possible dans la plupart des cas d'estimer le montant auquel un participant au marché paierait l'investissement concerné à une date donnée.

Il peut arriver que :

- l'intervalle des estimations de la juste valeur raisonnable soit important ;
- il ne soit pas possible d'évaluer de manière raisonnable la probabilité des différentes estimations comprises dans l'intervalle ;
- il ne soit pas possible de prévoir de manière raisonnable la probabilité et l'impact financier d'un objectif clé (*milestone*) ;
- l'entreprise n'ait bénéficié d'aucun investissement récent.

Même si ces situations s'avèrent difficiles, l'évaluateur doit néanmoins déterminer sa meilleure estimation du prix hypothétique qui serait retenu pour un échange entre des participants au marché consentants.

Dans ce cas de figure, il peut être nécessaire de se référer à des indicateurs généraux de variation de valeur (comme les indices boursiers de référence) pour évaluer si la juste valeur a augmenté ou baissé. Après avoir examiné ces indicateurs généraux, l'évaluateur peut, dans certains cas, raisonnablement conclure que la juste valeur à la date d'évaluation précédente demeure la meilleure estimation de la juste valeur actuelle.

Lorsqu'il considère qu'il y a eu une variation de la juste valeur, l'évaluateur doit modifier la valeur comptable de l'investissement afin de refléter la nouvelle estimation de la juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2.6 Étalonnage

2.6 Lorsque le prix d'un investissement initial dans une société détenue ou dans un instrument est jugé représentatif de la juste valeur (ce qui est généralement le cas si la transaction d'entrée est considérée comme une transaction normale), alors les techniques d'évaluation qu'il convient d'utiliser pour estimer ultérieurement la juste valeur doivent utiliser les données de marché à la date à laquelle l'investissement a été effectué. Ce processus est appelé l'étalonnage (*calibration*). L'étalonnage permet de valider que les techniques d'évaluation utilisant des données de marché contemporaines de la transaction génèrent la juste valeur à l'origine et que, par conséquent, les techniques d'évaluation utilisant des données de marché actualisées à chaque date d'évaluation ultérieure génèrent la juste valeur à chacune de ces dates.

La juste valeur doit refléter des estimations et hypothèses raisonnables pour tous les facteurs importants que des parties concluant une transaction dans des conditions de concurrence normale devraient prendre en compte, notamment ceux qui ont une incidence sur les flux de trésorerie futurs de l'investissement et sur le niveau de risque associé à ces flux de trésorerie.

En vue d'évaluer le caractère raisonnable des hypothèses et estimations, l'évaluateur doit :

- noter que l'objectif consiste à reproduire les hypothèses que des parties concluant une transaction dans des conditions de concurrence normale retiendraient à la date d'évaluation ;
- tenir compte des événements postérieurs à la date d'évaluation lorsqu'ils fournissent des indications supplémentaires quant aux conditions existant à la date d'évaluation qui étaient connues ou connaissables par les participants au marché ;
- prendre en compte les conditions actuelles du marché à la date d'évaluation ;
- dans la mesure où le prix d'entrée initial est jugé représentatif de la juste valeur, tester (ou étalonner) les techniques d'évaluation devant être utilisées aux dates d'évaluation ultérieures, en utilisant les données à l'origine afin que les techniques d'évaluation aboutissent à une estimation de la juste valeur initiale égale au prix d'entrée (**remarque** : aux dates d'évaluation ultérieures, les techniques d'évaluation étalonnées doivent faire appel à des données de marché actuelles reflétant les conditions actuelles de marché à ces dates).

L'étalonnage est un outil puissant qui peut aider à appréhender l'impact du contrôle et de la liquidité, entre autres données, pour évaluer la juste valeur. À titre d'illustration, prenons l'hypothèse d'un investissement acheté à sa juste valeur correspondant à un multiple de 10 fois l'EBITDA. À la date de l'achat, les sociétés comparables se négocient à 12 fois l'EBITDA. La comparaison avec les sociétés comparables montre que le multiple d'entrée de 10x tient compte de la liquidité, du contrôle et d'autres différences entre l'investissement et ces sociétés. Aux dates d'évaluation ultérieures, un jugement sera exercé pour déterminer comment faire évoluer le multiple d'acquisition de 10x au regard de l'évolution du multiple des sociétés comparables.

Par exemple, si celui-ci est passé de 12x à 15x, l'évaluateur peut en conclure que l'écart de deux sur l'EBITDA à l'entrée (10x contre 12x) doit être maintenu, ce qui aboutit à estimer la juste valeur en appliquant un multiple de 13x à l'EBITDA actualisé de la société détenue. Le même type de jugement sera exercé pour l'utilisation de données dans d'autres techniques d'évaluation. Aux dates d'évaluation ultérieures, l'évaluateur n'utilisera pas automatiquement



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

l'écart constaté à l'entrée (2x), mais déterminera le prix auquel un participant au marché serait prêt à payer l'investissement, en prenant comme point de référence les données d'entrée étalonnées. Remarque : l'évaluateur a toute latitude, en fonction des conditions et circonstances, pour déterminer, en appliquant une approche systématique, s'il est plus approprié de retenir une variation absolue ou relative (pourcentage) des multiples.

Il est également possible d'utiliser ces principes d'étalonnage dans le cadre d'une approche d'évaluation fondée sur le résultat. Le taux d'actualisation implicite à l'acquisition peut être ventilé entre ses différentes composantes à partir du coût moyen pondéré du capital, qui fournira, en particulier, une base pour déterminer la prime de risque spécifique à la société, également appelée l'alpha. Les composantes du coût moyen pondéré du capital seront ensuite mises à jour aux dates d'évaluation ultérieures à partir des conditions actuelles du marché (après ajustement de l'alpha en fonction des conditions et circonstances spécifiques à la société) et appliquées aux flux de trésorerie les plus probables à ce moment-là.

2.7 Backtesting

2.7 Les évaluateurs doivent chercher à comprendre les écarts importants qui se manifestent à juste titre entre le prix de sortie et la juste valeur évaluée précédemment. Ce processus est appelé le *backtesting* (contrôles ex post). Le *backtesting* vise à :

- (i) préciser quelles informations étaient connues ou connaissables à la date d'évaluation ;
- (ii) évaluer comment ces informations étaient prises en compte pour obtenir les estimations de la juste valeur les plus récentes ;
- (iii) déterminer si les informations connues ou connaissables étaient correctement prises en compte pour déterminer la juste valeur au regard du prix de sortie réel.

Le *backtesting* consiste à comparer un événement de liquidité effectif (cession, introduction en Bourse, etc.) à l'estimation la plus récente de la juste valeur. En comparant l'évaluation découlant d'une réalisation ou d'un événement de liquidité effectifs aux estimations de la juste valeur aux dates d'évaluation les plus récentes, l'évaluateur dispose d'informations supplémentaires qui l'aident à évaluer la rigueur du processus d'estimation de la juste valeur. Cela ne signifie pas que le prix de sortie doit être égal à la juste valeur évaluée précédemment, mais qu'il doit faire partie des données utilisées afin de renforcer sans cesse la rigueur du processus d'estimation de la juste valeur.

Le *backtesting* ne sert pas à identifier les erreurs théoriques éventuelles du processus d'évaluation, mais vise plutôt à inciter l'évaluateur à évaluer les changements touchant, entre autres, les informations, les conditions du marché et les participants au marché, qui ont pu se produire entre la date d'évaluation et la date de sortie.

Le *backtesting* peut fournir des indications précieuses susceptibles d'être utiles pour déterminer les estimations ultérieures de la juste valeur. Au fil du temps, le *backtesting* fournit à l'évaluateur un outil lui permettant d'apprécier s'il existe des biais (par ex. des hypothèses excessivement prudentes) dans le processus d'évaluation, et par conséquent d'identifier des leviers d'amélioration potentiels.

Le *backtesting* peut également être utilisé pour évaluer la fiabilité des hypothèses retenues pour estimer la juste valeur, notamment concernant l'EBITDA durable, l'endettement net normalisé, etc.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

3. Méthodes d'évaluation

3.1 Principes généraux

3.1 (i) Pour déterminer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit exercer son jugement. Pour ce faire, il convient de tenir compte des conditions spécifiques de l'investissement qui sont susceptibles d'influer sur sa juste valeur. À cet égard, l'évaluateur doit prendre en compte la substance économique de l'investissement, celle-ci pouvant prévaloir sur la stricte forme juridique.

3.1 (ii) Lorsque la monnaie de référence du fonds est différente de la monnaie dans laquelle l'investissement est libellé, la conversion dans la monnaie de référence aux fins du reporting doit être effectuée en utilisant le cours de change acheteur au comptant en vigueur à la date d'évaluation.

Un certain nombre de méthodes ou techniques pouvant être utilisées en vue d'évaluer la juste valeur d'investissements non cotés sont présentées dans les sections II 3.3 à 3.8 ci-dessous. Ces techniques d'évaluation doivent tenir compte des facteurs spécifiques au cas considéré ayant une incidence sur la juste valeur. Par exemple, si la société détenue détient des excédents de trésorerie ou d'autres actifs, sa valeur doit en tenir compte dans la mesure où un participant au marché attribuerait une valeur à ces éléments.

Les techniques d'évaluation des investissements faisant l'objet d'échanges de titres cotés sont présentées dans la section II 3.6 ci-dessous.

Dans le domaine du Private Capital, la réalisation de l'investissement s'effectue généralement par la cession ou l'introduction en Bourse de la totalité de la société détenue, plutôt que par un transfert des parts des différents actionnaires. De ce fait, la valeur de la totalité de l'entreprise à la date d'évaluation fournit généralement une indication fondamentale sur la valeur des participations prises dans cette entreprise. C'est pour cette raison que la première étape à suivre pour plusieurs des techniques présentées ci-après consiste à estimer la valeur d'entreprise. Si un participant au marché devait maximiser la valeur par la cession totale de l'entreprise, la juste valeur des instruments financiers pris isolément serait estimée en procédant à une répartition de la valeur d'entreprise entre ces différents instruments financiers.

Dans certains cas, la juste valeur dépend principalement des flux de trésorerie futurs et du risque des instruments financiers concernés plutôt que de la valeur d'entreprise. La technique d'évaluation retenue dans ces circonstances doit refléter les anticipations relatives à la sortie.

Il peut également exister des situations où il n'est pas approprié de déterminer la valeur d'entreprise en prenant pour hypothèse que l'entreprise sera vendue à la date d'évaluation. Par exemple, lorsqu'une participation minoritaire est évaluée alors qu'il existe une divergence avec les intérêts des autres détenteurs, il peut être inapproprié de supposer une cession de l'entreprise et une répartition de la valeur selon les principes décrits ci-dessous. Dans ces circonstances, d'autres techniques d'évaluation seront utilisées, comme indiqué plus en détail dans la section II.5.10.

Les entreprises détenues peuvent utiliser plusieurs monnaies dans le cadre de leurs activités. Les investissements peuvent être libellés dans des monnaies différentes de la monnaie de référence du fonds. Les variations des cours de change peuvent influencer sur la valeur des



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

investissements du fonds, ce qui doit être pris en compte en adoptant le point de vue des participants au marché.

3.2 Exercice du jugement pour la sélection des techniques d'évaluation

3.2 L'évaluateur doit exercer son jugement pour sélectionner la technique ou les techniques d'évaluation les plus appropriées pour un investissement donné.

Le critère essentiel pour sélectionner une technique d'évaluation concerne son caractère approprié au regard de la nature, des conditions et des circonstances de l'investissement et du point de vue qui est attendu des participants au marché. Le cas échéant, l'évaluateur peut envisager d'utiliser des techniques complémentaires pour vérifier la juste valeur obtenue.

Chaque investissement doit être considéré individuellement pour sélectionner la technique d'évaluation appropriée.

Une technique d'évaluation appropriée tient compte des informations disponibles concernant l'ensemble des facteurs susceptibles d'avoir une incidence importante sur la juste valeur de l'investissement.

L'évaluateur sélectionne la technique d'évaluation la plus appropriée et procède en conséquence à des ajustements d'évaluation en exerçant un jugement fondé sur ses connaissances et son expérience. À cet effet, des facteurs tels que les suivants sont pris en compte :

- la possibilité d'appliquer les techniques utilisées au regard des caractéristiques du secteur d'activité et des conditions actuelles du marché ;
- la qualité et la fiabilité des données utilisées dans chacune des techniques d'évaluation ;
- la comparabilité des données de l'entreprise ou de la transaction ;
- le stade de développement de l'entreprise ;
- la capacité de l'entreprise à dégager de manière durable des bénéfices ou des flux de trésorerie positifs ;
- tout autre aspect spécifique à l'entreprise ;
- les résultats des tests (étalonnage) des techniques et des données visant à reproduire le prix d'entrée de l'investissement. **Remarque** : aux dates d'évaluation ultérieures, les techniques d'évaluation étalonnées doivent faire appel à des données actualisées reflétant les conditions actuelles du marché à ces dates. Voir également la section I 2.6.

Afin d'évaluer si une technique est appropriée, l'évaluateur doit privilégier les techniques qui s'appuient largement sur des indicateurs de risque et de rendement fondés sur des données de marché observables. Les estimations de la juste valeur entièrement fondées sur des données de marché observables sont jugées moins subjectives que celles qui reposent sur les hypothèses de l'évaluateur. Dans certains cas, l'évaluateur doit ajuster les données de marché observables afin de refléter correctement les conditions et circonstances de l'investissement évalué. Ces



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

ajustements ne doivent pas nécessairement être considérés comme diminuant la fiabilité de l'estimation de la juste valeur.

Même si les normes comptables n'établissent pas de hiérarchie entre les techniques d'évaluation, certaines de ces normes encouragent l'utilisation de plusieurs techniques. En particulier, l'IFRS 13 (de même que l'ASC Topic 820) indique que « dans certains cas, il sera approprié d'utiliser une seule technique d'évaluation (par exemple pour évaluer un actif ou un passif à l'aide des prix cotés sur un marché actif pour des actifs ou des passifs identiques). Dans d'autres cas, il sera approprié d'utiliser plusieurs techniques d'évaluation pour déterminer la juste valeur. En pareil cas, les résultats (c'est-à-dire les indications respectives de la juste valeur) doivent être évalués en appréciant si l'intervalle des valeurs indiquées par ces résultats est raisonnable ou non. L'évaluation de la juste valeur correspond au point compris dans cet intervalle qui est le plus représentatif de la juste valeur compte tenu des circonstances. »²

Lorsqu'il considère qu'il est approprié d'utiliser plusieurs techniques pour évaluer un investissement spécifique, l'évaluateur peut prendre en considération les différents résultats auxquels elles aboutissent de manière à ce que les résultats de l'une d'entre elles en particulier puissent servir à recouper ou à corroborer les valeurs ou être utilisés conjointement avec une ou plusieurs autres techniques afin d'évaluer la juste valeur de l'investissement.

Les techniques doivent être appliquées de façon constante d'une période à l'autre, sauf si un changement aboutit à de meilleures estimations de la juste valeur.

Il importe de bien comprendre les raisons motivant tout changement des techniques d'évaluation. Les changements de techniques d'évaluation doivent être peu fréquents au cours de la vie d'un investissement.

3.3 Sélection de la technique d'évaluation appropriée

3.3 L'évaluateur doit utiliser une ou plusieurs des techniques d'évaluation suivantes à chaque date d'évaluation, en prenant en compte les hypothèses des participants au marché quant à la manière de déterminer la valeur :

- A. Approche de marché**
 - a. Multiples (3.4)
 - b. Références d'évaluation sectorielles (3.5)
 - c. Prix de marché disponibles (3.6)
- B. Approche par le résultat**
 - a. Actualisation des flux de trésorerie (3.7, 3.8)
- C. Approche par le coût de remplacement**
 - a. Actif net (3.9)

Le prix d'un investissement récent, s'il résulte d'une transaction normale, représente généralement la juste valeur à la date de transaction. Aux dates d'évaluation ultérieures, le prix d'un investissement récent peut constituer un bon point de départ pour estimer la juste valeur ; il convient toutefois de bien prendre en compte les conditions et circonstances prévalant à cette date, notamment les changements sur le marché ou les changements touchant la performance de la société détenue.

Les données utilisées dans le cadre des techniques d'évaluation doivent, selon qu'il convient, être étalonnées en fonction du prix d'un investissement récent (3.10).

² IFRS 13 paragraphe 63 ; principes en accord avec ceux de l'ASC Topic 820.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Lorsque l'investissement évalué a lui-même été effectué récemment, son coût peut constituer un bon point de départ pour estimer la juste valeur. Lorsqu'il y a eu un investissement récent dans la société détenue, le prix de celui-ci peut servir de base à un nouvel étalonnage des données utilisées dans le modèle d'évaluation. L'utilisation du prix de transaction comme point de départ de la juste valeur suppose que ce prix reflète la juste valeur sur le marché et implique de prendre en compte l'incidence de tous les changements touchant le marché ou la société détenue qui sont intervenus depuis la date de la transaction.

Les techniques d'évaluation présentées dans les sections I 3.4 à I 3.9 sont applicables de préférence à des entreprises bien établies. Les techniques présentées dans la section I 3.10 s'appliquent plutôt à des investissements dans des entreprises en phase de lancement.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

3.4 Multiples

3.4 En fonction du stade de développement d'une entreprise, de son secteur d'activité et de sa zone géographique, les participants au marché peuvent appliquer un multiple de résultats ou de chiffre d'affaires. Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par les multiples pour estimer la juste valeur d'une entreprise, l'évaluateur doit :

- (i) appliquer un multiple qui est approprié et raisonnable (au regard de la taille, du profil de risque et des perspectives de croissance des résultats de la société sous-jacente) à l'indicateur de valeur applicable (résultats ou chiffre d'affaires) de la société détenue ;**
- (ii) ajuster la valeur d'entreprise au titre des actifs excédentaires ou hors exploitation, ou des passifs excédentaires, des autres passifs éventuels et des autres facteurs pertinents, pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;**
- (iii) déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;**
- (iv) répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au marché potentiels. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.**

Cette technique d'évaluation consiste à appliquer un multiple approprié à un indicateur de performance (par exemple, le résultat ou le chiffre d'affaires) de la société détenue en vue de déterminer la valeur de l'entreprise.

Cette technique d'évaluation est en général appropriée pour un investissement dans une entreprise bien établie qui dégage de manière récurrente des résultats ou du chiffre d'affaires dont on considère qu'ils peuvent être durables.

La présente section donne des indications sur la manière d'évaluer les entreprises sur la base de leurs résultats bénéficiaires. Par ailleurs, en ce qui concerne les entreprises qui sont encore en phase de développement et n'ont pas dégagé de bénéfices, il est possible d'utiliser les multiples du chiffre d'affaires réalisé ou prévisionnel comme base de l'évaluation.

Multiple approprié

Par définition, les multiples sont constitués d'un numérateur qui peut être, entre autres, le prix ou la valeur d'entreprise, et d'un dénominateur tel que le résultat ou le chiffre d'affaires. Le résultat ou le chiffre d'affaires au dénominateur pouvant concerner différentes périodes, il est souvent précisé qu'il s'agit de multiples « historiques », « actuels » ou « prévisionnels » afin d'indiquer quel est le type de résultat ou de chiffre d'affaires retenu. Il est important que le multiple utilisé corresponde à la période et au type de résultat ou de chiffre d'affaires de la société détenue.

Il convient en outre de veiller à la cohérence des données comptables sous-jacentes au dénominateur utilisé pour définir un multiple. Par exemple, les frais de recherche et développement peuvent avoir un traitement différent selon le référentiel comptable applicable, notamment les principes comptables généralement admis aux États-Unis et les normes internationales d'information financière. D'autres différences peuvent résulter du calendrier et



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

des modalités d'application des modifications des normes comptables. En particulier, le calendrier de mise en œuvre des normes comptables révisées, comme celles portant sur les contrats de location et la comptabilisation des produits peuvent rendre difficile l'identification de multiples comparables.

Utilisation des multiples de résultats

Un certain nombre de multiples ou de ratios de résultats sont couramment utilisés, notamment le PER (*Price earning ratio* ou cours/bénéfice), le ratio valeur d'entreprise/*earnings before interest and tax* (VE/EBIT) et *amortization* (VE/EBITA) et *depreciation* (VE/EBITDA). Le multiple retenu doit être adapté à la société détenue et conforme aux hypothèses des participants au marché. Les multiples de l'EBITDA sont communément utilisés lorsqu'ils sont disponibles.

En général, l'importance de la structuration du financement en matière de Private Capital explique l'utilisation de multiples par les participants au marché pour déterminer la valeur d'entreprise de la société détenue. La méthode de calcul d'un multiple doit être cohérente avec les hypothèses des participants au marché et ne doit pas changer sans une bonne raison. Si l'évaluateur juge qu'une méthode ou un multiple différents donnent une estimation plus pertinente de la juste valeur, les raisons du changement de multiple doivent être dûment expliquées.

Lorsque les multiples d'EBITDA ne sont pas disponibles, il est possible d'utiliser les multiples de PER puisqu'ils sont habituellement communiqués. Les multiples de PER ne sont comparables que si les deux entités ont des structures de financement et des niveaux d'emprunt similaires.

Par conséquent, lorsqu'il est fait usage d'un multiple de PER, celui-ci est généralement appliqué à l'EBIT qui est ajusté de l'impact des charges financières liées aux opérations, du besoin en fonds de roulement et des effets d'impôt. Ces ajustements sont destinés à neutraliser l'effet du financement de l'acquisition sur les résultats et, par conséquent, sur la valeur d'entreprise puisqu'un ajustement ultérieur sera effectué à cet égard.

Utilisation d'un multiple de chiffre d'affaires

Pour déterminer la juste valeur, il est plus approprié d'utiliser un multiple de résultats pour les entreprises dont les résultats sont durables, et un multiple de chiffre d'affaires pour celles qui ont lancé leur activité, mais qui ne génèrent pas encore une rentabilité durable. Un multiple de chiffre d'affaires repose habituellement sur l'hypothèse d'un niveau « normalisé » de résultats pouvant être obtenus à partir de ce chiffre d'affaires. Cette technique d'évaluation peut être appliquée aux sociétés dégageant des pertes si celles-ci sont considérées comme temporaires et qu'il est possible d'identifier un niveau « normalisé » de résultats durables. À cet effet, il est possible d'utiliser le chiffre d'affaires historique ajusté ou un niveau prévisionnel de chiffre d'affaires ou d'appliquer une marge « durable » au chiffre d'affaires actuel ou prévisionnel.

Le chiffre d'affaires le plus approprié à la mise en œuvre de cette technique d'évaluation est celui qui serait vraisemblablement utilisé par un participant au marché potentiellement acquéreur de l'entreprise.

Multiples d'acquisition comparés aux multiples de transactions portant sur des sociétés cotées

L'évaluateur détermine habituellement un multiple par référence aux multiples de marché actuels qui résultent de la valorisation sur le marché de sociétés cotées ou du prix auquel les sociétés ont changé de propriétaires. Le multiple résultant du prix d'acquisition est étalonné avec les multiples de sociétés comparables qui doivent être utilisés dans les estimations de



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

valeur de manière stable dans le temps. Les écarts entre le multiple d'acquisition et les multiples des sociétés comparables sont surveillés et ajustés, le cas échéant, au fil du temps pour refléter les écarts existants entre la société détenue et les sociétés comparables.

À titre d'illustration, en supposant que le prix d'acquisition d'un investissement a été jugé représentatif de la juste valeur (par ex., le prix d'une transaction normale) et qu'il correspondait à un multiple de 8 fois l'EBITDA, alors que les multiples de sociétés comparables s'établissaient à 10 fois l'EBITDA, il sera ensuite nécessaire d'exercer un jugement pour estimer la juste valeur à chaque date d'évaluation ultérieure afin de décider si la décote de 20 % par rapport aux multiples de sociétés comparables doit être conservée ou modifiée.

Cette approche de marché part du principe que les sociétés comparables sont correctement valorisées par le marché. Même si selon certains avis, la capitalisation boursière d'une société cotée ne reflète pas la valeur de la société, mais seulement le cours auquel des « petits lots » d'actions sont échangés, les présentes lignes directrices d'évaluation présument que les multiples de marché constituent des indicateurs de la valeur de la société dans son intégralité.

Identification des similitudes et des différences

Lorsqu'il est fait usage des multiples de marché, l'objectif est d'identifier les sociétés qui sont similaires à la société détenue au regard de leur profil de risque et des perspectives de croissance de leurs résultats. Ce sera généralement le cas lorsque les sociétés présentent des similitudes en termes d'activités, de marchés desservis, de taille, de zone géographique et de taux d'impôt applicable.

L'impact de l'endettement (effet de levier) et de l'impôt sur les ratios de PER

Lorsqu'il utilise les multiples de PER, l'évaluateur doit avoir à l'esprit que les ratios de PER des sociétés comparables varient en fonction du niveau d'endettement financier (effet de levier) de ces sociétés et du taux d'impôt qui leur est applicable.

Multiples d'EBITDA et amortissements

Lorsqu'il utilise les multiples de VE/EBITDA, l'évaluateur doit avoir à l'esprit que, par définition, le montant des amortissements des immobilisations corporelles, du goodwill et des autres actifs incorporels est neutralisé dans l'estimation de la valeur. S'il a recours à ces multiples sans faire preuve de suffisamment de prudence, l'évaluateur peut négliger le fait que certaines décisions de l'entreprise, comme une politique de dépenses d'investissement élevées ou de croissance externe plutôt qu'organique, génèrent effectivement des coûts dont il convient de tenir compte pour déterminer la valeur de l'entreprise concernée.

Ajustements des différences

Il est important d'ajuster les multiples de résultats de chaque société comparable pour tenir compte des différences entre la société comparable et la société détenue. Il convient d'examiner et d'évaluer ces différences en fonction des deux variables clés qui sous-tendent le multiple de résultats, à savoir le risque et les perspectives de croissance des résultats. Pour évaluer le profil de risque de la société détenue, l'évaluateur doit tenir compte du fait que le risque résulte de plusieurs aspects, notamment la nature des activités de la société, les marchés sur lesquels elle est présente et sa position concurrentielle sur ces marchés, la qualité de sa direction et de ses salariés et, surtout pour le capital-investissement(y compris le capital-innovation), sa structure de capital et la capacité du fonds détenant l'investissement à mettre en œuvre des changements dans la société.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

L'incidence d'une insuffisance de liquidité

Pour procéder à des ajustements sur les multiples communiqués, l'évaluateur doit également tenir compte de l'incidence des différences existant entre la liquidité des actions évaluées et celle des actions cotées. L'insuffisance de liquidité engendre un risque. L'évaluateur doit apprécier dans quelle mesure un acquéreur potentiel de ces actions tiendrait compte des risques supplémentaires associés à la détention d'actions non cotées.

Dans le cas d'un investissement non coté, le risque résultant d'une insuffisance de liquidité est clairement plus élevé pour un actionnaire qui n'a pas la possibilité de contrôler ou d'influencer un processus de réalisation que pour un actionnaire qui détient suffisamment d'actions pour décider, quand il le souhaite, de la réalisation. On peut raisonnablement s'attendre à ce qu'un participant au marché, en tant qu'acquéreur potentiel, juge que le risque est plus élevé pour la détention d'une position minoritaire que pour la détention d'une position donnant le contrôle.

Étalonnage

Il peut être difficile d'évaluer une insuffisance de liquidité. L'étalonnage est une technique qui permet d'évaluer objectivement une insuffisance de liquidité. Le multiple à la date d'acquisition doit être étalonné par rapport aux multiples de marché comparables. Les écarts éventuels doivent être appréhendés et il convient d'anticiper des écarts similaires aux dates d'évaluation ultérieures et d'en comprendre les raisons.

Autres motifs d'ajustement

Parmi les autres raisons nécessitant d'ajuster les multiples de sociétés comparables figurent :

- la taille et la diversité des entités et, par conséquent, leur capacité à supporter une situation économique défavorable ;
- le taux de croissance des résultats ;
- la dépendance à l'égard d'un petit nombre de salariés clés ;
- la diversité de la gamme de produits ;
- la diversité et la qualité de la clientèle ;
- le niveau d'emprunt ;
- tout autre élément pouvant expliquer une divergence de la qualité des résultats ;
- les risques liés à l'insuffisance de liquidité des actions.

L'évaluation de la juste valeur ne doit pas prendre en compte une prime ou une décote qui serait incohérente avec l'instrument (unité de comptabilisation) évalué. Les normes comptables n'autorisent pas les décotes pour bloc de titres. Néanmoins, les investisseurs de sociétés non cotées considèrent généralement leur intérêt global et la mesure selon laquelle ils agissent de concert avec les autres investisseurs. Il est nécessaire d'exercer un jugement en fonction des conditions et circonstances spécifiques afin d'évaluer le montant qu'un participant au marché paierait au regard des ajustements potentiels appliqués aux multiples recensés ci-dessus.

Transactions récentes comparables



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Il arrive que des transactions récentes portant sur la vente de sociétés similaires servent de référence pour la détermination d'un multiple raisonnable. Dans la mesure où ces transactions concernent le transfert de la totalité d'une société, alors que les multiples cotés s'appuient sur le prix de « petits lots » d'actions, les multiples issus de transactions récentes sont parfois considérés comme plus pertinents. Néanmoins, il arrive fréquemment que les données issues de transactions récentes ne puissent pas être utilisées en raison des facteurs suivants :

- l'absence de données financières prospectives et d'autres informations permettant d'identifier les différences et de procéder à un ajustement ;
- la fiabilité et la transparence généralement moins importantes des résultats communiqués par les sociétés non cotées ;
- la durée écoulée depuis la négociation/réalisation de la transaction ;
- l'incidence des questions de réputation liées aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et à d'autres facteurs ;
- l'absence de données fiables sur le prix de la transaction elle-même.

La détermination d'un multiple raisonnable implique que l'évaluateur exerce un jugement pour décider de retenir une seule ou plusieurs sociétés comparables ou le multiple de résultats d'un secteur ou sous-secteur coté en Bourse. Dans des circonstances particulières, il peut être acceptable que l'évaluateur juge approprié d'utiliser les multiples cotés d'un secteur ou sous-secteur ou la moyenne des multiples d'un « panier » de sociétés comparables.

Résultats durables / Chiffre d'affaires durable

Afin de pouvoir appliquer un multiple aux résultats ou au chiffre d'affaires durables, il est important que l'évaluateur s'assure de la fiabilité des montants de résultats et/ou de chiffre d'affaires. Bien que cet élément puisse inciter à privilégier des chiffres historiques audités plutôt que des chiffres non audités ou prévisionnels, il faut admettre que la valeur est, par définition, un concept prospectif et que les marchés cotés évaluent souvent la valeur à partir des multiples « actuels » et « prévisionnels » plutôt qu'« historiques ». En outre, un autre argument avancé concerne la nécessité pour la valeur de refléter, dans un environnement évolutif, les informations disponibles les plus récentes. Un compromis doit donc être trouvé entre la fiabilité et la pertinence des montants de résultats et/ou de chiffre d'affaires dont dispose l'évaluateur.

En définitive, bien que ce sujet relève du jugement de l'évaluateur, il convient d'utiliser le point de vue d'un participant au marché en retenant soit les résultats/le chiffre d'affaires historiques, soit les résultats/le chiffre d'affaires futurs en fonction de la disponibilité et de la fiabilité des projections et des multiples prospectifs ou des résultats et multiples historiques.

Quelle que soit la période de référence des résultats, l'évaluateur doit obtenir l'assurance qu'ils représentent une estimation raisonnable des résultats durables, ce qui nécessite de procéder à des ajustements au titre des éléments exceptionnels ou non récurrents, de l'incidence des activités abandonnées et des acquisitions, et de prévoir les changements importants touchant les résultats. De tels ajustements, s'ils sont appropriés, doivent également être pris en compte dans le multiple déterminé à partir de sociétés comparables.

Le montant de résultats/chiffre d'affaires doit être ajusté en fonction du chiffre d'affaires ou des charges sans contrepartie monétaire ou exceptionnels et calculé sur une base pro forma tenant compte de toute acquisition ou cession, dans la mesure où un participant au marché procéderait à de tels ajustements.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

3.5 Références d'évaluation sectorielles

3.5 Les références sectorielles ne peuvent généralement être utilisées de manière fiable et, par conséquent, appropriée comme fondement principal de l'estimation de la juste valeur que dans des cas limités, et servent plutôt à recouper les valeurs obtenues à l'aide d'autres techniques.

De nombreux secteurs disposent de références d'évaluation qui leur sont spécifiques, comme le « prix par lit » (pour les exploitants d'établissements de soins) et le « prix par abonné » (pour les sociétés de télévision par câble). Dans d'autres secteurs, notamment certains services financiers, le secteur des technologies de l'information et certains secteurs de services pour lesquels les contrats à long terme sont un élément essentiel, ce sont les multiples de chiffre d'affaires qui servent de référence d'évaluation.

Les normes de ces secteurs sont souvent fondées sur le postulat que les investisseurs sont prêts à payer le chiffre d'affaires ou la part de marché, et que la rentabilité normale des entreprises du secteur ne varie que très peu.

3.6 (i) Investissements cotés

3.6 (i) Les instruments cotés sur un marché actif doivent être évalués à un prix compris dans l'écart entre cours acheteur et cours vendeur qui est le plus représentatif de la juste valeur à la date d'évaluation. L'évaluateur doit systématiquement utiliser l'estimation ponctuelle la plus représentative à l'intérieur de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur.

Les fonds de Private Capital peuvent détenir des investissements cotés pour lesquels un prix de marché est disponible.

Pour certains investissements cotés, il n'existe qu'un seul prix de marché coté, reflétant, par exemple, la valeur de la transaction la plus récente dont l'instrument a fait l'objet.

D'autres investissements cotés qui font moins fréquemment l'objet de transactions, comme certains investissements en dette, peuvent avoir deux prix de marché à la date d'évaluation : le prix le plus bas dit « acheteur » coté par un teneur de marché, qui représente ce que celui-ci est disposé à payer pour acquérir la participation d'un investisseur (c.-à-d., le prix de cession de l'investisseur), et le prix le plus élevé dit « vendeur », qui correspond à ce qu'un investisseur peut s'attendre à payer pour acquérir une participation. Le prix moyen du marché (c.-à-d., la moyenne des prix acheteurs et vendeurs) peut néanmoins se substituer au prix vendeur (s'il n'est pas exigé par la réglementation), lorsque ce prix moyen est considéré comme l'estimation ponctuelle la plus représentative à l'intérieur de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur.

Déterminer si un prix coté provient d'un marché actif nécessite d'exercer un jugement. La norme IFRS 13 et l'ASC Topic 820 définissent un marché actif comme un « marché sur lequel ont lieu des transactions sur l'actif ou le passif selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix ». Cette définition fondée sur les principes ne donne pas de recommandations spécifiques quant à la fréquence et au volume suffisants pour être considérés comme donnant une



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

information fiable sur le prix, et n'indique pas non plus si les transactions sur les marchés de gré à gré (par exemple, les marchés américains des « *pink sheets* » et des « *gray sheets* ») répondent à la définition d'un marché actif. L'évaluateur doit exercer un jugement, en fonction de la nature de l'investissement, pour déterminer la fréquence et/ou le volume qui seraient considérés comme donnant une information fiable sur le prix. Par exemple, si un fonds détient un investissement dans un titre coté pour lequel seul un faible pourcentage du total des actions en circulation est détenu par le public et qui n'est échangé que par un petit nombre de détenteurs, l'évaluateur peut considérer que ce niveau d'échanges ne correspond pas à un marché actif à même de fournir une information fiable sur le prix. En revanche, si un fonds investit directement dans des titres qui sont négociés sur un marché de gré à gré considéré comme leur principal marché par l'évaluateur, celui-ci peut considérer que ce niveau d'échanges correspond à un marché actif.

Même si un marché n'est pas considéré comme actif, des transactions observables fournissent quand même une indication de valeur et doivent être prises en compte dans l'estimation de la juste valeur. En outre, lorsqu'il évalue une transaction hypothétique pour évaluer la juste valeur, l'évaluateur doit tenir compte de la manière dont les participants au marché, agissant dans leur meilleur intérêt économique, effectueraient cette transaction.

Comme mentionné précédemment, l'évaluation de la juste valeur ne doit pas prendre en compte une prime ou une décote qui serait incohérente avec l'instrument (unité de comptabilisation) évalué. Les normes comptables n'autorisent pas les décotes pour bloc de titres.

3.6 (ii/iii) Décote pour bloc de titres et autres décotes

3.6 (ii) Il n'y a pas lieu d'appliquer des décotes pour bloc de titres qui reflètent la taille en tant que caractéristique de la participation détenue par l'entité de reporting (en particulier, une décote qui ajuste le prix coté d'un actif parce que le volume quotidien normalement échangé sur le marché n'est pas suffisant pour absorber la quantité détenue par l'entité).

Lorsqu'un marché est considéré comme n'étant pas actif, l'évaluateur peut utiliser, le cas échéant, outre les prix cotés, des techniques d'évaluation complémentaires pour évaluer la juste valeur.

3.6 (iii) Il est possible d'appliquer des décotes aux prix cotés sur un marché actif s'il existe une restriction contractuelle, une restriction imposée par les pouvoirs publics ou une autre limitation juridiquement exécutoire attachée au titre, et non au détenteur, qui, en limitant la liquidité de l'instrument, influe sur le prix qu'un participant au marché paierait à la date d'évaluation.

Un engagement de conservation (*lock-up*) d'un souscripteur constitue un exemple de restriction contractuelle dont on considère qu'elle est attachée au titre, car ces dispositions contractuelles de *lock-up* doivent s'appliquer indifféremment à tout acheteur du titre. Dans la mesure où un engagement de conservation empêche effectivement de céder le titre, la transaction



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

hypothétique ne pourrait avoir lieu que si l'engagement de conservation restait attaché au titre lors de sa cession au participant au marché : la restriction serait alors considérée comme une caractéristique de l'investissement.

Une restriction dont on considère qu'elle est une caractéristique du détenteur serait, par exemple, une limitation en matière de cession imposée à un investisseur du fait de sa fonction d'administrateur. Dans la mesure où le détenteur du titre n'est pas tenu de siéger au conseil d'administration, il s'agit d'une caractéristique du détenteur et non du titre. Si le détenteur devait vendre le titre, la limitation relative à la cession ne serait pas transférée à l'acheteur.

En vue de déterminer le niveau de décote à appliquer du fait d'une restriction, l'évaluateur doit, le cas échéant, en évaluer l'incidence sur le prix que paierait un acheteur en comparant l'investissement en question avec une participation identique mais non soumise à restriction. L'évaluateur peut envisager d'utiliser un modèle de valorisation des options afin d'évaluer l'incidence de cette restriction sur la réalisation de l'actif. Néanmoins, lorsque les restrictions ne s'appliquent qu'à un nombre limité de périodes de reporting, la solution adoptée en pratique consiste à appliquer une simple décote mathématique au prix coté. La décote appliquée doit correctement refléter la valeur temps de l'argent et le surcroît de risque résultant d'une liquidité réduite. La détermination de la décote à utiliser relève du jugement et dépend de la volatilité attendue, laquelle devrait être nulle à la fin de la période de restriction.

3.6 (iv) Prix observables

3.6 (iv) En l'absence de marché actif pour les instruments financiers, lorsqu'il existe cependant des prix observables, l'évaluateur doit les prendre en compte dans le cadre de l'estimation de la juste valeur en utilisant une ou plusieurs des autres techniques d'évaluation.

En l'absence de marché actif pour un instrument financier, l'évaluateur doit estimer la juste valeur en utilisant une ou plusieurs des autres techniques d'évaluation.

Cours fournis par les courtiers et services d'évaluation des prix

Il est courant que les fonds qui investissent dans des instruments de dette et autres instruments faisant l'objet d'échanges peu fréquents aient recours à des sources externes, comme des services d'évaluation des prix et des cours fournis par des courtiers (*brokers*) ou des négociateurs (*dealers*), en appui de leur processus d'estimation de la juste valeur. Les fonds qui investissent dans des instruments illiquides peuvent également obtenir des offres indicatives de courtiers, de négociants ou d'autres acheteurs potentiels.

L'utilisation de cours fournis par des tiers, comme les services d'évaluation des prix ou les courtiers et négociants, est autorisée si l'entité de reporting a jugé que les cours fournis par ces tiers sont établis conformément à la norme relative à la juste valeur. Par conséquent, les entités de reporting qui utilisent des services d'évaluation des prix doivent comprendre comment les informations sur les prix sont élaborées et obtenir suffisamment de données pour déterminer à quel niveau de la hiérarchie des justes valeurs se situent les instruments illiquides.

Les cours fournis par les négociants peuvent représenter une offre ferme ou non selon que le négociant est prêt et disposé à conclure une transaction à ce prix. À l'inverse, les courtiers rendent compte de ce qu'ils ont observé sur le marché, mais ne sont généralement ni prêts ni disposés à conclure une transaction à ce prix.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

L'évaluateur doit comprendre comment un cours ou un prix fourni par une source externe a été déterminé. Il doit comprendre la source des informations, les données et hypothèses utilisées et savoir si le cours représente ou non une offre ferme. Les prix doivent être cohérents avec l'objectif d'évaluation de la juste valeur (c'est-à-dire le prix auquel une transaction normale serait conclue entre des participants au marché à la date d'évaluation).

En vue d'évaluer la pertinence et la fiabilité des informations fournies par les services d'évaluation des prix, l'évaluateur doit prendre en compte un certain nombre de facteurs, et apprécier notamment :

- si le prix fourni est fondé sur des informations de marché récentes ;
- si le prix fourni est fondé sur des transactions portant sur des instruments similaires ou identiques ;
- l'étendue et la nature des informations de marché sur lesquelles le prix est fondé ;
- si le prix fourni par les services d'évaluation des prix est représentatif d'un marché auquel l'entité a accès.

En vue d'évaluer la pertinence et la fiabilité des cours fournis par les courtiers ou les négociants, l'évaluateur doit prendre en compte un certain nombre de facteurs, et en particulier s'interroger pour savoir :

- si le cours correspond à une offre qui a été établie à une date proche de l'évaluation et qui peut se concrétiser (offre ferme ou non) ;
- quelle est la personne chez le courtier ou le négociant qui a fourni le cours ;
- si le courtier ou le négociant procède régulièrement à des transactions portant sur le type d'actifs dont il a fourni le cours ;
- quels sont les avertissements formulés par le courtier ou le négociant quant au cours fourni.

3.7 Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de la société détenue)

3.7 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de la société détenue) pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit :

- (i) **obtenir la valeur d'entreprise de la société en utilisant des hypothèses et des estimations raisonnables des flux de trésorerie futurs (ou des résultats futurs) et de la valeur terminale, puis les actualiser en appliquant un taux ajusté du risque approprié pour refléter le risque inhérent aux projections ;**
- (ii) **ajuster la valeur d'entreprise au titre des actifs excédentaires ou hors exploitation, ou des passifs excédentaires, des autres passifs éventuels et des autres facteurs pertinents, pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;**
- (iii) **déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence**



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;
- (iv) répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au marché. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

Cette technique d'évaluation consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en calculant la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs (ou la valeur actuelle des résultats futurs, en remplacement des flux de trésorerie futurs). Les flux de trésorerie et la « valeur terminale » sont ceux de la société détenue et non ceux de l'investissement lui-même.

La technique des flux de trésorerie actualisés (*Discounted Cash Flows* – DCF) est souple dans la mesure où elle peut s'appliquer à tout type de flux de trésorerie (ou de résultats). La souplesse de cette technique d'évaluation permet de l'appliquer à des investissements de Private Capital qui ne pourraient pas être évalués par d'autres techniques. Elle présente un risque important, même si elle peut être appliquée à des entreprises qui traversent une période de grands changements (financement de sauvetage, capital-retournement, repositionnement stratégique, pertes) ou qui sont en phase de démarrage.

Les inconvénients de la technique des DCF tiennent à la nécessité de disposer de prévisions détaillées de flux de trésorerie et d'estimer la « valeur terminale » ainsi qu'un taux d'actualisation ajusté du risque approprié. Toutes ces données font appel à des jugements subjectifs et la valeur actuelle qui en découle est souvent sensible aux moindres variations de ces données.

Les normes comptables n'établissent pas de hiérarchie entre les techniques d'évaluation. Elles encouragent cependant l'utilisation des techniques d'évaluation fondées sur les multiples. Par conséquent, alors que de nombreux participants du secteur estiment que la sélection des données utilisées pour la mise en œuvre de la technique d'évaluation fondée sur les DCF est soumise à un degré élevé de subjectivité pour évaluer les prises de participation du secteur du Private Capital, les techniques d'évaluation fondées sur le résultat peuvent être utiles pour corroborer les estimations de juste valeur déterminées à l'aide de techniques fondées sur le marché.

3.8 Actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement)

3.8 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement) pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit obtenir la valeur actuelle des flux de trésorerie de l'investissement en utilisant des hypothèses et des estimations raisonnables des flux de trésorerie futurs, de la valeur terminale ou du montant à l'échéance, de la date et du taux ajusté du risque approprié pour refléter le risque inhérent à l'investissement. Cette technique d'évaluation s'applique généralement aux investissements dans des instruments de dette privée ou à des investissements dont les caractéristiques sont similaires à celles d'une dette.

Cette technique d'évaluation consiste à actualiser les flux de trésorerie futurs de l'investissement lui-même.

De par sa souplesse, elle peut s'appliquer à tout type d'investissement de Private Capital. Elle est particulièrement adaptée à l'évaluation des investissements autres qu'en capital, comme les



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

instruments de dette ou les dettes mezzanine, puisque la valeur de ces instruments est essentiellement liée aux flux de trésorerie et aux risques spécifiques à ces instruments plutôt qu'à la valeur de la totalité de la société détenue.

Les risques et les taux de rendement nécessaires à la rémunération des différents niveaux de risque constituent des variables commerciales centrales pour la réalisation de tous les investissements de Private Capital. Il existe donc un cadre de référence sur lequel s'appuyer pour établir des hypothèses de taux d'actualisation.

Estimation de la valeur terminale

Même si la nécessité d'établir des prévisions de flux de trésorerie détaillées sur la durée de l'investissement (excepté lorsque sa réalisation est imminente) peut réduire la fiabilité, et tout particulièrement pour les investissements en capital, il n'en demeure pas moins nécessaire d'estimer la « valeur terminale ».

Lorsque l'investissement comprend un instrument de capital ou un ensemble d'instruments de capital et d'autres instruments financiers, la valeur terminale est habituellement déterminée à partir de la valeur attendue de la société détenue lors de la réalisation. À cet effet, il sera généralement nécessaire de retenir des hypothèses quant à la performance future de l'entreprise, à son développement, au marché boursier et aux autres ratios d'évaluation à la date de réalisation présumée. Dans le cas d'investissements en capital, des modifications mineures de ces hypothèses peuvent avoir une incidence significative sur la valeur terminale. En ce qui concerne les investissements en instruments autres qu'en capital, la valeur terminale correspond généralement à un montant prédéterminé, ce qui améliore fortement la fiabilité de l'évaluation finale.

Selon les conditions et circonstances, la valeur terminale doit être fondée sur l'hypothèse de flux de trésorerie à l'infini attribuables au détenteur de l'investissement selon les hypothèses des participants au marché. Dans certains cas, cette évaluation peut s'appuyer sur un taux de croissance stable similaire à l'inflation à long terme, comme dans le modèle de croissance de Gordon. Dans d'autres cas, la valeur terminale peut être estimée de manière plus appropriée à l'aide d'un multiple de sortie en identifiant la valeur attendue à la sortie à une date future déterminée.

Réalisation imminente et accord sur le prix

Lorsque la réalisation d'un investissement ou l'introduction en Bourse de la société détenue est imminente et qu'un accord sur le prix de la transaction a pratiquement été trouvé, la technique d'évaluation la plus appropriée est généralement l'actualisation des flux de trésorerie (de l'investissement) (ou, à défaut, l'application d'une simple décote aux produits attendus de la réalisation ou à la valeur anticipée des actions émises en Bourse).

Le taux d'actualisation implicite au moment de l'investissement initial est ajusté au fil du temps pour tenir compte de l'évolution des conditions du marché. Il est important, pour sélectionner le taux d'actualisation, de prendre en compte non seulement les diverses données habituellement utilisées pour estimer le coût du capital, mais aussi les différences entre la société détenue et les sociétés comparables retenues pour estimer ce taux. Ces différences peuvent, en effet, indiquer qu'il est approprié de faire varier à la hausse ou à la baisse le coût du capital. L'étalonnage donne une indication sur la manière dont les participants au marché évalueraient l'investissement à la date de la transaction au regard des différences entre la société détenue et les sociétés comparables sélectionnées. Le rendement implicite initial et les hypothèses de départ peuvent ensuite être ajustés pour tenir compte des évolutions touchant la



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

société détenue et le marché intervenues entre la date de la transaction et chaque date d'évaluation ultérieure.

Évaluation des investissements en dette privée

Les investissements en dette privée, autres que ceux négociés sur des marchés actifs (cotés), sont souvent évalués à l'aide d'une technique d'évaluation fondée sur les flux de trésorerie actualisés. Au moment de l'investissement initial, les données sous-tendant sa valorisation sont comparées aux données observables disponibles. Par exemple, à l'origine, le taux de rentabilité interne (TRI) d'un investissement en dette privée est connu puisque le prix payé et les flux de trésorerie futurs sont connus. Le *spread* implicite de l'investissement peut être déterminé en déduisant du TRI implicite le taux sans risque. Ce *spread* peut être comparé aux *spreads* observables des émissions dont la durée et la qualité de crédit sont comparables. Aux dates d'évaluation ultérieures, le taux sans risque est ajusté en fonction des conditions de marché et le *spread* est ajusté en fonction des évolutions de la qualité de crédit et des conditions de marché. Les transactions observables, s'il en existe, sont souvent utilisées pour corroborer les résultats de l'analyse des DCF.

Dans la mesure où la juste valeur implique une transaction hypothétique à la date d'évaluation, la méthode du coût amorti n'est pas appropriée pour estimer la juste valeur d'un investissement en dette privée. Le fait qu'un investissement en dette privée puisse être détenu jusqu'à son échéance n'est pas pertinent pour estimer la juste valeur puisque celle-ci suppose une transaction de sortie à chaque date d'évaluation.

Si la dette privée est un investissement isolé, un participant au marché prendra en compte le risque, le coupon, la durée restant à courir jusqu'au remboursement et les autres conditions du marché pour déterminer la juste valeur de l'investissement en dette, qui peut ne pas être égale à la valeur au pair.

Les investissements en dette garantie non productive sont souvent évalués en fonction du montant de la garantie sous-jacente, du risque de conversion de la garantie en trésorerie et du temps nécessaire pour réaliser cette conversion. Les investissements en dette non productive non garantie ou les investissements en dette devant être restructurés parce que la société détenue poursuit son exploitation sont évalués en fonction des flux de trésorerie les plus probables actualisés avec un taux d'actualisation approprié selon le point de vue des participants au marché.

3.9 Actif net

3.9 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actif net pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit :

- (i) **obtenir la valeur d'entreprise de la société en utilisant le point de vue d'un participant au marché afin d'évaluer les actifs et passifs de celle-ci (en procédant à un ajustement, le cas échéant, au titre des actifs hors exploitation, des passifs excédentaires et des actifs et passifs éventuels) ;**
- (ii) **déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;**
- (iii) **répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au**



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

marché potentiels. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

Cette technique d'évaluation consiste à déterminer la valeur d'une entreprise à partir de la valeur de son actif net (en se fondant sur la juste valeur).

Cette technique d'évaluation est généralement appropriée pour les entreprises dont la valeur est essentiellement liée à la juste valeur sous-jacente de leurs actifs plutôt qu'à leurs résultats, notamment les sociétés à forte intensité capitalistique et les sociétés d'investissement (comme les fonds de fonds, ainsi qu'indiqué plus en détail dans la section 4. Évaluation de la participation dans un fonds).

Cette technique d'évaluation peut également être appropriée dans le cas d'une entreprise dont la rentabilité des actifs est insuffisante et dont la valeur peut être optimisée par la liquidation de l'entreprise ou la cession de ses actifs. Dans le cadre du Private Capital, la technique d'évaluation par l'actif net peut donc être appropriée, dans certaines circonstances, pour évaluer les investissements dans des sociétés en pertes ou qui ne dégagent que peu de bénéfices.

3.10 Étalonnage en fonction du prix d'un investissement récent

3.10 La juste valeur indiquée par une transaction récente portant sur le capital des sociétés détenues est utilisée pour étalonner les données utilisées dans différentes méthodes d'évaluation. L'évaluateur doit apprécier à chaque date d'évaluation si des changements ou événements postérieurs à la transaction concernée impliquent de modifier la juste valeur de l'investissement. Le prix d'un investissement récent ne doit pas être considéré comme une technique d'évaluation à part entière.

Lorsque l'investissement évalué a lui-même été effectué récemment, son coût peut constituer un bon point de départ pour estimer la juste valeur. Lorsqu'il y a eu un investissement récent dans la société détenue, le prix de celui-ci peut servir de base à un nouvel étalonnage des données utilisées dans le modèle d'évaluation.

Le prix d'un investissement récent n'est pas une valeur par défaut

À chaque date d'évaluation, la juste valeur doit être estimée à l'aide de techniques d'évaluation appropriées. Le prix d'un investissement récent ne doit pas être utilisé par défaut et faire obstacle à une réestimation de la juste valeur à chaque date d'évaluation.

Lorsque le prix payé par un tiers pour investir constitue une donnée retenue pour estimer la juste valeur, le contexte de la transaction doit être pris en compte. Les facteurs suivants peuvent plus particulièrement indiquer que le prix n'était pas pleinement représentatif de la juste valeur à ce moment-là :

- droits attachés aux nouveaux investissements différents de ceux attachés aux investissements existants ;
- dilution disproportionnée des investisseurs existants du fait d'un ou de plusieurs nouveaux investisseurs ;
- nouvel investisseur motivé par des considérations stratégiques ; ou



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- transaction pouvant être considérée comme une vente forcée ou un « plan de sauvetage ».

Évaluation des sociétés en phase d'amorçage, de démarrage et de lancement (avant l'obtention d'un chiffre d'affaires/de résultats)

Nombre d'investissements dans des sociétés en phase d'amorçage, de démarrage ou de lancement sont évalués à partir d'une approche par les *milestones* ou d'une analyse de scénarios (voir la section II 5.11) en raison de l'absence de résultats ou de flux de trésorerie positifs réalisés ou prévus à court terme. Pour ces entreprises, il est généralement difficile d'évaluer la probabilité de succès ou d'échec des activités de développement ou de recherche et leur impact financier et donc d'établir des prévisions fiables des flux de trésorerie.

En conséquence, l'approche la plus appropriée pour évaluer la juste valeur peut consister à retenir une technique d'évaluation fondée sur les données de marché, ainsi que sur les hypothèses des participants au marché quant aux résultats potentiels. L'étalonnage de ces scénarios ou *milestones* peut conduire à une juste valeur égale à la valeur de la transaction sur une durée limitée. Il est fréquent que les *milestones* qualitatifs fournissent une indication sur l'évolution de la juste valeur.

Les techniques d'évaluation pouvant être utiles pour estimer la juste valeur sont les suivantes :

- les méthodes fondées sur des scénarios, qui sont des méthodes prospectives qui envisagent un ou plusieurs scénarios possibles pour l'avenir. Ces méthodes reposent sur une analyse simplifiée de scénarios et une analyse de scénarios en valeur relative, qui sont liés à la valeur des capitaux propres pleinement dilués (« *post-money* »), ainsi que sur une analyse complète de scénarios, également appelée méthode des rendements attendus pondérés par leur probabilité (*Probability-Weighted Expected Returns Method* ou méthode des scénarios probabilisés) ;
- la méthode de valorisation des options ; cette méthode prospective, plutôt que d'envisager différents scénarios futurs, prend en compte la valeur des capitaux propres au moment de l'évaluation, puis répartit cette valeur entre les différentes catégories de capitaux propres en considérant que les résultats seront systématiquement distribués ;
- la méthode de la valeur actuelle, qui consiste à répartir la valeur des capitaux propres entre les différentes participations au capital de l'entreprise en supposant une cession de celle-ci à la date d'évaluation ;
- la méthode hybride, qui combine les méthodes fondées sur des scénarios et la méthode de valorisation des options.

Remarque : voir la section II 5.11

Une méthode d'évaluation fondée sur des scénarios, correctement étalonnée et utilisant des références sectorielles/*milestones* qui sont habituellement et couramment utilisés dans les secteurs d'activité de la société détenue peuvent, le cas échéant, être utilisés pour estimer la juste valeur. L'évaluation de l'état d'avancement par rapport aux *milestones* permet à l'évaluateur de déterminer les changements de probabilité des différents scénarios et leur résultat potentiel. En fonction des conditions et circonstances, un échec dans l'atteinte d'une référence/d'un *milestone* peut être le signe d'une diminution de la valeur, alors que dépassement d'une référence/d'un *milestone* peut indiquer une augmentation de la valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Milestones/références courants

Dans le cas d'un investissement en phase de lancement ou de développement, c'est au moment où la décision d'investissement est prise qu'intervient l'accord qui définit un ensemble de *milestones*. Ces *milestones* varient selon les types d'investissements, les entreprises et les secteurs d'activité, mais comprennent généralement :

Des indicateurs financiers :

- croissance du chiffre d'affaires ;
- attentes en matière de rentabilité ;
- niveau de consommation de trésorerie (*cash burn rate*) ;
- respect des *covenants* (clauses des contrats d'emprunt).

Des indicateurs techniques :

- stades de développement ;
- cycles de tests ;
- approbations des brevets ;
- autorisations réglementaires.

Des indicateurs marketing et commerciaux :

- enquêtes auprès des clients ;
- phases de tests ;
- lancement sur le marché ;
- part de marché.

En outre, les facteurs déterminants du marché de la société détenue, ainsi que l'environnement économique global, sont pertinents pour l'évaluation.

Indicateurs habituels d'une variation de la juste valeur

Lorsqu'il applique la méthode des *milestones*, l'évaluateur tente d'évaluer s'il existe une indication de variation de la juste valeur en examinant les *milestones*. Cette évaluation peut consister à apprécier s'il y a eu :

- des variations significatives des résultats de la société détenue par rapport aux prévisions budgétaires ou aux *milestones* ;
- des changements concernant les prévisions de réalisation des *milestones* techniques ;
- des changements importants touchant le marché de la société détenue ou ses produits ou produits potentiels ;



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- des changements importants touchant l'économie mondiale ou l'environnement économique dans lequel la société détenue exerce ses activités ;
- des changements importants concernant les performances observables de sociétés comparables ou les évaluations implicites de l'ensemble du marché ;
- des problèmes internes, notamment des fraudes, litiges commerciaux, actions en justice, changements de l'équipe dirigeante ou de la stratégie.

Ajustement de la juste valeur dans ces circonstances

Si l'évaluateur conclut à l'existence d'une indication de variation de la juste valeur, il doit estimer le montant de l'ajustement éventuel par rapport à la dernière juste valeur communiquée. Cet ajustement sera, de par sa nature même, subjectif. Cette estimation est généralement fondée sur des données objectives émanant de la société et sur l'expérience des professionnels de l'investissement et des autres investisseurs.

La nécessité et l'ampleur des ajustements dépendent néanmoins de critères relativement subjectifs et font largement appel au jugement de l'évaluateur. En cas de dégradation de la valeur, l'évaluateur doit réduire la valeur comptable de l'investissement communiquée lors de la précédente date d'évaluation afin de refléter la baisse estimée.

Lorsqu'il existe des indications de création de valeur, comme celles énumérées ci-dessus, l'évaluateur peut envisager d'augmenter la valeur comptable de l'investissement. Il est nécessaire de faire preuve de prudence de manière à ne valoriser les évolutions favorables que lorsqu'elles contribuent à accroître la valeur de la société détenue du point de vue d'un participant au marché. Lorsqu'il examine ces indicateurs implicites d'accroissement de valeur, alors qu'il n'y a ni nouveaux tours de financement ni bénéfices, l'évaluateur doit s'interroger sur la valeur qu'un participant au marché accorderait à ces indicateurs, en prenant en compte les résultats potentiels en découlant et les coûts et risques pour y parvenir.

La technique des DCF (flux de trésorerie actualisés) peut être un outil de recoupement utile

En l'absence de chiffre d'affaires, de bénéfices ou de flux de trésorerie positifs significatifs, les autres méthodes, comme le multiple des résultats, sont généralement inappropriées. Si la méthode des DCF peut être utilisée à titre de recoupement, les inconvénients qui lui sont propres et qui sont liés au niveau de subjectivité élevé du jugement exercé, peuvent la rendre inappropriée sans éléments permettant d'en corroborer les résultats.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

4. Évaluation de la participation dans un fonds

4.1 Principes généraux

4.1 En vue d'évaluer la juste valeur d'une participation dans un fonds, l'évaluateur peut fonder son estimation sur la quote-part qui lui est attribuable dans la valeur liquidative (VL) communiquée par le fonds, à condition que celle-ci ait été calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et qu'elle soit établie à la même date d'évaluation que celle retenue par l'évaluateur de la participation dans le fonds, sauf dans les cas suivants :

- (i) si la participation dans le fonds fait l'objet d'échanges actifs (cotés), la juste valeur correspond au cours en résultant ;**
- (ii) si la direction de la participation dans le fonds a décidé de céder cette participation ou une quote-part de celle-ci, et que le prix prévu pour la cession de la participation diffère de la VL, la juste valeur correspond au prix de vente attendu.**

Les fonds de fonds et les investisseurs des fonds de Private Capital doivent évaluer leur participation dans un fonds sous-jacent à intervalles réguliers afin d'établir leur reporting financier. Historiquement, la valeur liquidative (VL) fondée sur la juste valeur sous-jacente des investissements détenus par un fonds, telle que communiquée par le gestionnaire, a servi de base à l'estimation de la juste valeur de la participation dans le fonds sous-jacent (remarque : comme indiqué à la ligne directrice 4.1 (i), si la participation dans le fonds fait l'objet d'échanges actifs, la juste valeur correspond au cours en résultant).

L'ASC Topic 820 (820-10-15-4 et 820-10-35-59 à 62) du Financial Accounting Standards Board (FASB) autorise l'utilisation de la VL pour évaluer la juste valeur lorsque certaines conditions sont remplies :

- il s'agit d'un investissement dans un fonds (selon la définition de l'ASC Topic 946) ; et
- les investissements sous-jacents sont communiqués à la juste valeur à la date d'évaluation.

Les normes IFRS ne mentionnent pas l'utilisation de la VL et ne donnent aucune indication supplémentaire quant à la façon d'évaluer la juste valeur de la participation dans un fonds. En général, selon les normes IFRS, la VL sert de point de départ, l'évaluateur vérifiant que l'actif net communiqué est évalué conformément aux principes de juste valeur.

La juste valeur d'une participation dans un fonds (lorsque l'unité de comptabilisation est la participation dans le fonds) équivaut fondamentalement à la somme de la juste valeur estimée des investissements sous-jacents s'ils étaient réalisés à la date d'évaluation. Le montant des produits tirés de ces réalisations hypothétiques qui reviendrait à l'investisseur serait égal à la juste valeur minorée des primes de performance/*carried interest* qui seraient dus au gestionnaire du fonds sur la base de ces réalisations hypothétiques. Par conséquent, la VL, lorsqu'elle est calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et ajustée, entre autres, au titre des primes de performance, fournit la meilleure indication des flux de trésorerie qu'un investisseur recevrait à la date d'évaluation et, par conséquent, une indication claire de la valeur de la participation dans le fonds. Cette notion est particulièrement



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

intéressante pour les investisseurs de sociétés d'investissement à capital fixe qui recouvrent les fonds investis lorsqu'intervient la réalisation de l'investissement par la vente des sociétés de portefeuille sous-jacentes.

L'investisseur du fonds peut s'appuyer sur la VL communiquée par le gestionnaire du fonds détenant pour déterminer la juste valeur de la participation dans le fonds, uniquement dans la mesure où cet investisseur dispose des éléments prouvant que la VL communiquée a bien été calculée dans le cadre d'un processus solide, à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et en prenant en compte les primes de performance éventuelles. Les *due diligence* initiales, l'exercice d'une surveillance constante, l'examen du reporting financier et de la gouvernance du fonds détenant par l'entité qui a investi permettent généralement d'obtenir des données concernant la méthode et les procédures d'estimation de la juste valeur utilisées par le gestionnaire du fonds et de s'assurer de la permanence de leur application.

En conséquence, la VL fournit la meilleure estimation sur laquelle fonder la juste valeur d'une participation dans un fonds, à condition qu'elle ait été calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents du fonds, déterminée conformément aux principes de juste valeur et aux présentes lignes directrices d'évaluation et ajustée au titre des primes de performance éventuelles.

4.2 Ajustements appliqués à la valeur liquidative

4.2 Si l'évaluateur a décidé que la VL communiquée constitue un point de départ approprié pour déterminer la juste valeur, il peut être nécessaire de procéder à des ajustements en fonction des informations disponibles les plus pertinentes à la date d'évaluation. Bien qu'il puisse s'enquérir auprès du gestionnaire du fonds de la manière dont ses procédures d'estimation de la juste valeur sont mises en œuvre, l'évaluateur doit disposer des procédures et contrôles afférents appropriés lui permettant d'évaluer et de comprendre les évaluations qui lui sont transmises par le gestionnaire du fonds. Si la VL n'est pas calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et/ou n'est pas établie à la même date d'évaluation que celle retenue par l'évaluateur de la participation dans le fonds, alors l'évaluateur doit évaluer si ces différences sont importantes et nécessitent, par conséquent, d'ajuster la VL communiquée.

Les facteurs pouvant conduire à un ajustement de la VL communiquée sont notamment les suivants :

- durée écoulée importante entre la date d'évaluation de la VL du fonds et la date d'évaluation de l'entité par l'évaluateur. L'ajustement sera d'autant plus important si :
 - le fonds a ultérieurement réalisé des investissements ou procédé à des réalisations ;
 - l'évaluateur a connaissance de changements ultérieurs dans la juste valeur des sociétés détenues sous-jacentes ;
 - des changements ultérieurs touchant le marché ou d'autres conditions économiques ont une incidence sur la valeur du portefeuille du fonds ;
- informations provenant d'une transaction secondaire normale si elles sont suffisantes et transparentes ;



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- correcte prise en compte des commissions de performance ou intéressement aux performances (*carried interest*) potentiels dans la VL du fonds ;
- commissions de gestion annulées prises en compte dans la VL ;
- incidence du droit de reprise (*claw back*) ;
- toute clause du règlement du fonds susceptible d'influer sur les distributions, mais non prise en compte dans la VL ;
- évaluations sensiblement différentes des divers *General Partners* (GP) pour des sociétés standards et des titres identiques ;
- tout autre fait ou circonstance pouvant influencer sur la valeur du fonds sous-jacent.

La VL doit être ajustée de sorte qu'elle soit équivalente au montant de trésorerie qui serait reçu par le détenteur de la participation dans le fonds si toutes les sociétés détenues sous-jacentes étaient réalisées à la date d'évaluation.

4.3 Transactions secondaires

4.3 Lorsque l'évaluateur d'une participation a connaissance des conditions d'une transaction secondaire dans le fonds en question et que la transaction est normale, il doit considérer ce prix de transaction comme une composante des informations utilisées pour évaluer la juste valeur de la participation dans le fonds.

Il existe peu de transactions secondaires sur les fonds de capital-investissement. Les transactions sur les fonds effectuées sur le marché externe sont généralement rares et opaques et font l'objet d'informations extrêmement limitées. Les prix secondaires sont négociés, ils peuvent être déterminés en fonction d'autres facteurs que la juste valeur et fondés sur des hypothèses et des prévisions de rendement qui sont souvent propres aux contreparties. En outre, les informations relatives à des transactions spécifiques peuvent ne pas être considérées comme normales et les données de prix disponibles peuvent ne plus être d'actualité.

Si l'investisseur d'un fonds de Private Capital décide de céder sa participation dans ce fonds, alors les données résultant du prix des transactions secondaires normales fournissent généralement la meilleure indication de la juste valeur.

L'utilisation du prix d'une transaction secondaire requiert dans tous les cas une part de jugement extrêmement importante. Si les prix des transactions secondaires normales sont disponibles, mais ne sont pas jugés représentatifs d'échanges actifs, ces prix doivent être complétés par d'autres données d'évaluation, généralement la VL.

4.4 Autres méthodes d'évaluation de la participation dans un fonds

4.4 Lorsque la VL n'est pas ou ne peut pas être utilisée comme point de départ pour estimer la juste valeur de la participation dans un fonds et qu'il n'y a pas d'informations de marché disponibles, il convient d'utiliser une technique d'évaluation fondée sur le résultat pour estimer cette juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Lorsque l'évaluateur décide de ne pas utiliser (ou ne peut pas utiliser) la VL comme point de départ de l'évaluation de la juste valeur et qu'il n'y a pas d'informations disponibles concernant des transactions secondaires normales, la principale technique d'évaluation disponible pour estimer la juste valeur de la participation dans un fonds consiste à effectuer une analyse des flux de trésorerie futurs actualisés du fonds. Compte tenu de la subjectivité qui la caractérise, cette technique des DCF ne devrait être que rarement utilisée.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Section II : Modalités d'application complémentaires

Introduction

La section I présente les lignes directrices d'évaluation et principes qui correspondent aux bonnes pratiques en matière d'évaluation des investissements de Private Capital. La présente section (section II) fournit d'autres indications pratiques pour appliquer ces principes et techniques à des cas spécifiques.

5. Aspects spécifiques

5.1 Unité de comptabilisation

Contexte

Les US GAAP et normes d'information financière internationales exigent que la juste valeur d'un actif soit évaluée de manière cohérente avec le niveau de regroupement (unité de comptabilisation) requis par la norme comptable imposant ou permettant l'évaluation de l'actif à sa juste valeur (par exemple, aux États-Unis, l'ASC Topic 946, *Sociétés d'investissement*, ou, au plan international, les normes IFRS 9 et 10, et les normes comptables internationales (IAS) 27, 28 et 40). L'unité de comptabilisation est une notion relative au niveau de regroupement qui a été définie pour les besoins de l'information financière (c'est-à-dire qu'elle a trait à la manière dont les actifs et passifs doivent être regroupés ou ventilés dans les états financiers).

Dans la mesure où l'information financière vise à représenter des faits économiques, l'unité de comptabilisation a pour objectif de décrire la manière particulière dont un investissement est détenu, notamment les droits et obligations juridiques attachés à la propriété et son lien avec d'autres droits de propriété dans le cas d'une structure de capital complexe. Néanmoins, les transactions réelles peuvent ne pas être effectuées au niveau de l'unité de comptabilisation indiquée par les normes comptables, et n'ont effectivement pas à l'être.

ASC Topic 820 et IFRS 13

L'ASC Topic 820 et la norme IFRS 13 donnent les indications suivantes concernant l'évaluation de la juste valeur : « L'entité doit évaluer la juste valeur d'un actif ou d'un passif à l'aide des hypothèses que les participants au marché utiliseraient pour fixer le prix de l'actif ou du passif, en supposant que les participants au marché agissent dans leur meilleur intérêt économique. »³ Ni l'ASC Topic 820 ni la norme IFRS 13 ne définissent une unité de comptabilisation pour les actifs ou les passifs, mais orientent vers d'autres normes comptables pour traiter ce point.

US GAAP – ASC Topic 946

En US GAAP, l'ASC Topic 946 précise qu'une société d'investissement doit évaluer ses investissements en dette privée et en titres de capital à la juste valeur. L'entité se réfère ensuite aux indications données par l'ASC Topic 820 en matière d'évaluation de la juste valeur. Faute d'indications plus spécifiques concernant l'unité de comptabilisation dans l'ASC Topic 946, les entités évaluent la juste valeur de leurs titres de dette privée et de capital de manière

³ IFRS 13 paragraphe 22, ASC Topic 820 paragraphe 820-10-35-9.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

cohérente avec la façon dont les participants au marché agiraient dans leur meilleur intérêt économique.

Autres interprétations de l'unité de comptabilisation dans les normes IFRS

Les participants au marché considèrent généralement que l'investissement ou la totalité de la participation représente l'unité de comptabilisation avec laquelle ils effectueraient une transaction. IFRS 10 indique que les investissements contrôlés détenus par des entités d'investissement doivent être évalués à la juste valeur par le biais du résultat net conformément à IFRS 9. IAS 27 et IAS 28 permettent également à certaines entités d'évaluer leurs investissements à la juste valeur par le biais du résultat net conformément à IFRS 9. IFRS 9 renvoie ensuite à IFRS 13 pour des indications spécifiques à l'évaluation de la juste valeur. Selon certaines interprétations, IFRS 9 imposerait que l'unité de comptabilisation d'un instrument financier soit évaluée comme une part unique ou prise individuellement. Cette interprétation de l'unité de comptabilisation comme étant une part unique s'applique aux titres faisant l'objet d'échanges actifs (titres cotés) (voir la section II 3.6 des présentes lignes directrices d'évaluation), mais il existe différentes interprétations concernant l'unité de comptabilisation pour les titres qui ne font pas l'objet d'échanges actifs (titres non cotés) :

- Selon l'une de ces interprétations, dans la mesure où IFRS 10 et IAS 28 indiquent que la juste valeur doit être évaluée conformément à IFRS 9, l'unité de comptabilisation est déterminée par IFRS 9 et correspond à une part unique. Toutefois, les transactions réalisées sur des titres ne faisant pas l'objet d'échanges actifs ont rarement lieu sur la base d'une part unique.
- Selon une autre interprétation, l'unité de comptabilisation est déterminée par IFRS 10, IAS 27 et IAS 28 comme étant l'« investissement », lequel n'est pas nécessairement une part unique. Cette interprétation se rapproche davantage de la manière dont les participants au marché effectuent leurs transactions.

L'International Accounting Standards Board (IASB) a envisagé de modifier les normes IFRS en vue de clarifier ces interprétations, avant de conclure qu'il n'était pas nécessaire de procéder à ces changements. Au regard des réflexions menées par l'IASB, il apparaît que celui-ci entérine les pratiques du secteur selon lesquelles l'unité de comptabilisation correspond à la totalité de la participation si celle-ci représente la base que les participants au marché retiendraient pour effectuer une transaction. Même s'il est important que les auditeurs du fonds partagent les conclusions de la direction du fonds concernant l'unité de comptabilisation, la direction du fonds doit assumer la responsabilité du traitement comptable retenu, notamment concernant l'unité de comptabilisation appropriée. Si cette question donne lieu à d'autres précisions ou à des décisions de la part de l'IASB ou du FASB, les présentes lignes directrices d'évaluation seront mises à jour en conséquence.

Cohérence avec la manière dont les participants au marché effectuent leurs transactions

Étant donné que les transactions de Private Capital ne portent généralement pas sur des parts prises isolément, les présentes lignes directrices d'évaluation ne traitent pas de la manière d'évaluer une part unique d'un titre ne faisant pas l'objet d'échanges actifs (coté). En l'absence d'indications contraires relatives à l'unité de comptabilisation, les présentes lignes directrices d'évaluation ont été établies en partant du principe que l'évaluation de la juste valeur doit être cohérente avec la manière dont les participants au marché agiraient dans leur meilleur intérêt économique.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Exemples portant sur des cas où l'investissement correspond à des titres/tranches multiples

La notion d'unité de comptabilisation devant être déterminée en exerçant un jugement, en l'absence d'indications spécifiques, nous proposons les exemples suivants pour aider à clarifier la manière d'exercer ce jugement :

- Des gestionnaires de fonds de Private Capital investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société détenue. L'unité de comptabilisation devrait être déterminée sur une base identique à celle qui serait retenue par les participants au marché (acheteurs et vendeurs consentants) pour conclure une transaction normale. Si les participants au marché devaient acheter simultanément toutes les positions sur la même société détenue sous-jacente, alors la juste valeur serait évaluée pour le montant cumulé des investissements dans la société détenue. Si différentes tranches de titres devaient être achetées séparément par les participants au marché, alors chaque tranche serait prise isolément pour constituer l'unité de comptabilisation et déterminer la juste valeur.
- Si un fonds ne détient qu'un instrument de dette privée dans la structure de capital d'une société détenue, l'unité de comptabilisation serait l'instrument de dette privée pris isolément et sa juste valeur serait évaluée du point de vue d'un participant au marché en tenant compte des flux de trésorerie (paiement des coupons), du risque et de la durée restant à courir jusqu'au remboursement attendu du principal.
- Si un fonds détient à la fois des investissements dans des instruments de dette privée et de capital de la même société détenue et que les participants au marché effectuaient des transactions de façon séparée, en achetant une position en dette privée indépendamment d'une position en capital, alors chacune des positions (dette et capital) serait évaluée séparément pour déterminer l'unité de comptabilisation et la juste valeur.
- Si un participant au marché, acheteur potentiel, achetait ou pouvait acheter des parts individuelles représentatives d'une participation dans une société non cotée, alors l'unité de comptabilisation pourrait être une part unique. Cependant, dans le secteur du Private Capital, les participants au marché prennent généralement une participation importante dans une société non cotée, en achetant plus que des parts non cotées individuelles.

La valeur de l'entreprise dans son ensemble constitue généralement le point de départ approprié

Il est en général approprié de retenir la valeur de l'entreprise dans son ensemble comme point de départ de l'évaluation de la juste valeur dans le cas où les participants au marché choisiraient cette approche indépendamment de l'unité de comptabilisation. En effet, les investisseurs de Private Capital investissent souvent à plusieurs et ne réalisent la valeur de leur investissement qu'au moment de la cession totale de l'entreprise. De surcroît, le rendement des investissements de Private Capital est habituellement proportionnel à la position en capital détenue. Par conséquent, l'hypothèse d'une cession de l'entreprise est le principe fondamental sur lequel s'appuient les participants au marché pour déterminer la juste valeur. Les présentes lignes directrices d'évaluation exposent les ajustements habituellement nécessaires pour répartir la valeur d'entreprise sur la base d'une unité de comptabilisation en vue d'évaluer la juste valeur. Dans les cas où un participant au marché n'utiliserait pas la valeur d'entreprise comme point de départ, par exemple en cas de détention d'une position ne donnant pas le contrôle et dont la



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

vente n'aurait pas lieu dans le cadre de la cession de l'entreprise, il serait tenu compte de la vente de la participation prise isolément, sans cession de l'entreprise (voir explications complémentaires dans la section II 5.10). Il convient de veiller à ne pas tirer mécaniquement les conséquences de l'utilisation de la cession de l'entreprise comme point de départ de la juste valeur s'il existe des conditions et circonstances spécifiques ayant une incidence sur la valeur. Des exemples de situations de ce type sont présentés dans la section II 5.11.

Les éléments ci-dessus relatifs à l'unité de comptabilisation sont exposés à titre indicatif et représente l'interprétation du *Board* de l'IPEV sur les normes comptables pertinentes au regard de la manière dont les participants au marché effectuent des transactions dans le secteur du Private Capital. Même s'il est important que les auditeurs du fonds partagent les conclusions de la direction du fonds concernant l'unité de comptabilisation, la direction du fonds doit assumer la responsabilité du traitement comptable retenu, notamment concernant l'unité de comptabilisation appropriée.

5.2 Tours de financement internes

Le prix pratiqué dans le cadre d'un tour de financement, s'il est considéré comme représentatif de la juste valeur à cette date, est utilisé pour étalonner les données utilisées dans l'évaluation. L'évaluateur doit apprécier s'il existe des circonstances particulières à ce tour de financement susceptibles de réduire la fiabilité du prix en tant qu'indicateur de la juste valeur.

Lorsque le tour de financement ne concerne que des investisseurs existants de la société détenue qui y participent au prorata de leur investissement existant (tour interne), la nécessité commerciale d'exécuter la transaction à la juste valeur peut être moins pressante. L'évaluateur doit déterminer si la transaction a été convenablement négociée et reflète la valeur d'entreprise à cette date.

Néanmoins, un financement réalisé par les investisseurs existants sur la base d'une valeur inférieure à la valorisation communiquée lors de la précédente date de reporting (tour interne décoté) peut indiquer une diminution de la valeur et doit en conséquence être pris en considération.

Les tours internes décotés peuvent revêtir différentes formes, notamment une opération de haut de bilan, c.-à-d. une modification importante du capital social de la société, par exemple, par la conversion en actions ordinaires de toutes les actions de préférence en circulation, le regroupement des actions de préférence en circulation pour en réduire le nombre (regroupement d'actions) ou même l'annulation de toutes les actions en circulation avant une augmentation de capital.

5.3 Marché en crise

Les marchés dont sont issues les données relatives aux transactions peuvent être considérés par les évaluateurs comme des « marchés en crise ». Le fait qu'un marché soit en crise ne signifie pas que toutes les transactions sur ce marché peuvent être considérées comme exécutées en urgence et impropres à une utilisation à des fins de comparaison ; une transaction prise isolément peut cependant être jugée anormale. En pareil cas, il sera largement fait appel au jugement pour déterminer si des transactions individuelles sont normales et indiquent, par conséquent, la juste valeur.

En vue d'apprécier si une transaction peut être considérée comme exécutée en urgence ou de manière forcée (c.-à-d. anormale), l'évaluateur peut tenir compte des indicateurs suivants :



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- une disposition légale exigeant l'exécution de la transaction, par exemple une obligation réglementaire ;
- la nécessité de céder un actif immédiatement alors que le temps nécessaire à la cession de cet actif est insuffisant ;
- l'existence d'un seul acheteur potentiel en raison des restrictions juridiques ou des délais imposés ;
- le vendeur est, ou est quasiment, en situation de faillite ou en cessation de paiements (autrement dit, le vendeur est en difficulté) ;
- l'exposition sur le marché a été inappropriée pour permettre les activités de commercialisation ordinaires ;
- le prix de la transaction est considéré comme aberrant par les participants au marché comparativement aux prix des transactions similaires sur un actif qui est identique ou similaire.

Il est nécessaire d'exercer un jugement pour déterminer si une transaction n'est pas normale ou si elle reflète simplement les conditions actuelles d'un marché en crise.

5.4 Prêt relais

Les fonds, ou les véhicules liés, peuvent consentir des prêts à une société détenue dans l'attente d'un nouveau tour de financement du capital (financement relais). Ce prêt relais peut être octroyé dans la perspective d'un premier investissement par le fonds, ou avant un tour de financement complémentaire.

S'il s'agit d'un premier investissement et que le fonds ne détient aucune autre participation dans la société détenue, le prêt relais doit être évalué séparément. Dans ce cas de figure, et s'il est probable que le financement en capital sera mis en place en temps voulu et que le prêt relais ne sert qu'à mettre plus tôt les fonds à disposition, le coût peut constituer la meilleure indication de la juste valeur, sauf s'il existe des conditions spécifiques au marché ou à la société qui laissent penser que la juste valeur diffère du coût.

S'il est prévu que la société rencontre des difficultés pour mettre en place le financement et que les chances de succès sont incertaines, l'évaluateur doit réévaluer la juste valeur.

Si le prêt relais est accordé à une société détenue en prévision d'un tour de financement complémentaire, le prêt relais doit être regroupé avec l'investissement initial pour former l'enveloppe globale d'investissement à évaluer, dans la mesure où un participant au marché regrouperait les investissements.

5.5 Investissements en dette privée

Les investissements en dette privée revêtent de nombreuses formes. Il peut s'agir, entre autres, de dettes senior, de prêts mezzanine, de prêts consentis par les actionnaires. Les investissements en dette privée peuvent être assortis d'un coupon en numéraire, d'intérêts capitalisés sous forme de dette supplémentaire (voir la section II 5.6), et/ou de droits de participer à l'accroissement de valeur du capital comme les *warrants*.

La juste valeur des investissements en dette privée doit généralement être déterminée de manière indépendante. Le prix auquel l'investissement en dette privée a été payé ou le prêt émis



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

peut constituer un indicateur fiable de la juste valeur à cette date, selon les conditions et circonstances. Néanmoins, lorsque l'investissement en dette privée est assorti de certains éléments, comme des *warrants*, la valeur de ces *warrants* doit être séparée de celle de l'investissement pour étalonner le rendement initial et la juste valeur des composants que sont la dette et l'option.

Il convient de noter toutefois que, si la dette est un investissement isolé, un participant au marché prendra en compte le risque, le coupon, la durée restant à courir jusqu'au remboursement et les autres conditions du marché pour déterminer la juste valeur de l'investissement en dette, qui peut ne **pas** être égale à la valeur au pair.

Aux dates d'évaluation ultérieures, l'évaluateur doit déterminer si des indications éventuelles de changements, favorables ou défavorables, touchant le risque de crédit, ont une incidence sur la juste valeur. L'évaluateur doit également apprécier s'il existe des indications montrant que le rendement demandé a changé, en raison d'évolutions du risque et des taux de rendement sur le marché, et si la juste valeur en est affectée.

Selon la nature de l'investissement en dette privée, il peut y avoir ou non des opérations de marché observables fournissant une indication de valeur. Si des transactions sont conclues, cette information, lorsqu'elle est disponible, doit être prise en compte dans l'analyse des évaluations. Il existe des organismes qui fournissent régulièrement des prix cotés sur divers investissements en dette privée, mais les transactions ne peuvent pas toujours être exécutées au prix indicatif offert. L'évaluateur doit apprécier si les prix de transaction publiés constituent une indication raisonnable de la juste valeur. L'évaluateur est autorisé à utiliser ces prix publiés pour déterminer la juste valeur s'il a pris connaissance de la manière dont le cours (ou le prix) fourni par un tiers a été déterminé et s'est assuré qu'il a été établi à une date proche de l'évaluation et peut être appliqué. L'évaluateur doit comprendre la source d'informations, les données et hypothèses utilisées et savoir si le cours représente ou non une offre ferme.

Dans la mesure où il est possible de prévoir les flux de trésorerie et la valeur terminale d'un investissement en dette privée avec un degré de certitude raisonnable, ce type d'investissement est généralement évalué en calculant les DCF.

Les *warrants* attachés à un prêt mezzanine doivent être évalués séparément de celui-ci. L'évaluateur doit sélectionner une technique d'évaluation appropriée pour évaluer la société détenue et appliquer à cette valorisation le pourcentage de participation auquel l'exercice des *warrants* donnera droit.

Si la position sur *warrants* est significative, l'évaluateur peut recourir à l'un des modèles complexes de valorisation des options et des *warrants*.

Si l'investissement en dette privée est l'un des investissements détenus par le fonds dans la société détenue, alors cet investissement et les *warrants* qui lui sont attachés, le cas échéant, doivent faire partie de l'enveloppe globale de l'investissement évalué, dans la mesure où un participant au marché regrouperait ces investissements.

5.6 Intérêts d'emprunt capitalisés

De nombreux instruments financiers couramment utilisés dans le cadre des investissements de Private Capital capitalisent les intérêts, ceux-ci n'étant perçus qu'au moment du remboursement



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

de l'instrument (par ex., les obligations à prime d'émission élevée ou les titres *Payment-in-Kind*, qui génèrent des intérêts capitalisés sous forme de dette supplémentaire).

Pour valoriser ces instruments, l'évaluateur doit évaluer la valeur actuelle du montant recouvrable de ces instruments, en tenant compte de tout facteur pouvant raisonnablement accroître la valorisation, comme une majoration du taux d'intérêt par paliers.

Dans un montage financier classique, ces instruments financiers sont inséparables de l'investissement en capital sous-jacent et seront réalisés dans le cadre de la transaction de cession.

L'écart éventuel entre le montant recouvrable estimé et le coût initial doit être étalé sur la durée de vie estimée de l'investissement en dette privée de manière à ce que le taux de rendement de l'instrument soit constant.

5.7 Offres indicatives

Les offres indicatives concernant la société détenue récemment transmises par un tiers peuvent fournir une bonne indication de la juste valeur. Il en est ainsi pour les offres portant sur tout ou partie de la société détenue ainsi que pour d'autres cas, notamment les indications de prix pour un refinancement de dettes privées ou de capital.

Toutefois, avant de retenir l'offre comme une indication de la juste valeur, l'évaluateur doit considérer les raisons ayant conduit le tiers à faire cette offre. Les offres indicatives peuvent être délibérément élevées pour diverses raisons (volonté d'ouvrir des négociations ou de prendre pied dans la société, etc.) ou peuvent être proposées sous réserve de conditions strictes ou d'événements futurs.

À l'inverse, elles peuvent être délibérément basses si l'auteur de l'offre pense que le vendeur est probablement obligé de vendre, ou bien souhaite profiter d'une occasion pour accroître sa participation au détriment d'autres parties prenantes dont la participation est moins liquide.

Par ailleurs, les offres indicatives peuvent être présentées sur la base d'informations insuffisantes pour être vraiment valables.

Si ces éléments doivent être pris en considération par l'évaluateur, il est cependant peu probable qu'ils permettent d'aboutir à une conclusion définitive.

Les offres indicatives peuvent, par conséquent, fournir des éléments utiles pour étayer une évaluation obtenue à partir d'une des techniques d'évaluation, mais ne donnent généralement pas des renseignements assez fiables pour être utilisées seules.

De plus, la juste valeur est fondée sur des informations qui sont connues ou connaissables à la date d'évaluation. Par conséquent, les informations résultant d'une transaction qui aboutit après la date d'évaluation sont applicables uniquement si les résultats étaient connus ou connaissables à la date d'évaluation.

5.8 Incidence de la structuration

La structuration des investissements de Private Capital est souvent complexe, faisant intervenir des groupes de porteurs de parts bénéficiant de droits différents qui augmentent ou diminuent la valeur de leur participation, en fonction de la réussite ou des déconvenues de la société détenue.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Les évaluations doivent prendre en compte les futurs changements de la structure de l'investissement susceptibles d'avoir une influence significative sur la juste valeur. Ces changements potentiels peuvent revêtir différentes formes juridiques et peuvent être mis en œuvre soit à l'initiative du fonds, soit automatiquement lors de la survenance de certains événements, soit à l'initiative d'un tiers.

Les clauses courantes peuvent comprendre, entre autres :

- les stock-options et les *warrants* ;
- les clauses anti-dilution ;
- les clauses d'ajustement de prix (*ratchets*) ;
- les instruments de dette convertibles ;
- une répartition préférentielle du boni de liquidation ;
- un TRI garanti ;
- des engagements de participer aux tours ultérieurs de financement du capital.

Il convient d'examiner régulièrement ces droits en vue d'évaluer la probabilité qu'ils soient exercés et l'ampleur de leur impact sur la valeur de l'investissement du fonds. Lors de chaque date d'évaluation, l'évaluateur doit déterminer si ces droits sont susceptibles d'être exercés.

À cet effet, l'évaluateur peut se limiter à comparer la valeur qu'en retirerait un porteur de parts exerçant ses droits et le coût induit par l'exercice de ces droits. Si l'exercice de ces droits est avantageux pour le porteur, l'évaluateur peut supposer qu'il les exercera.

La juste valeur doit être estimée en partant du principe que tous les droits qui sont actuellement exerçables et seront probablement exercés (comme les options), ou que ceux qui sont mis en œuvre automatiquement lors de la survenance de certains événements (comme la répartition préférentielle du boni de liquidation lors de la réalisation de l'actif, ou les clauses de *ratchet* fondées sur la valorisation) ont été mis en œuvre.

Il convient également d'évaluer si le prix d'exercice générera un excédent de trésorerie dans l'entreprise sous-jacente.

Nonobstant ce qui précède, en vue d'évaluer l'impact d'une clause de répartition préférentielle du boni de liquidation, l'évaluateur doit tenir compte de la probabilité que le fonds bénéficie de l'intégralité de ses droits en vertu de cette clause. En pratique, le mécanisme de préférence peut ne pas jouer pleinement, en particulier lorsque la valorisation dont bénéficient les investisseurs qui participent au processus de cession (par ex., l'équipe dirigeante restant en place) s'en trouve fortement réduite.

5.9 Droits contractuels

La mise en place d'une contrepartie complémentaire dépendante d'événements futurs est de plus en plus utilisée comme stratégie de sortie d'un investissement. La vente d'une société détenue donne lieu à une contrepartie à laquelle s'ajoute une contrepartie potentielle différée et perçue ultérieurement. Le droit contractuel de recevoir une contrepartie ultérieure peut être très



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

intéressant, en particulier pour les opérations sur lesquelles pèsent de nombreuses incertitudes, lorsque la valorisation potentiellement importante d'une entreprise dépend des résultats d'événements futurs. Le droit contractuel à une future contrepartie est souvent présenté comme une « contrepartie éventuelle ».

La négociation d'un contrat assorti d'une future contrepartie permet aux vendeurs de conclure une opération sur la base d'un prix qu'ils jugent équitable au regard de performances futures dont ils estiment qu'elles ont de la valeur et qu'elles sont probables, mais qui n'est pas encore définitivement acquis. Les acheteurs bénéficient quant à eux d'une protection de leur investissement grâce à la possibilité qui leur est offerte de différer contractuellement le paiement du prix tant que la valorisation n'est pas complètement atteinte.

Les divergences d'interprétation des normes comptables et l'absence d'harmonisation concernant le traitement des « gains éventuels » expliquent que la juste valeur des droits contractuels (gains éventuels) peut ne pas avoir été enregistrée dans les états financiers du fonds ou dans les notes annexes y afférentes. Néanmoins, dans le cadre d'un investissement de Private Capital, la cession d'un investissement assortie d'une éventuelle contrepartie future est contractuelle et répond aux critères d'un instrument financier. Autrement dit, il existe un droit contractuel. Le droit lui-même n'est pas éventuel ; la contrepartie future varie en fonction d'événements et de résultats futurs. À bien des égards, il n'y a pas de différences avec la propriété d'une société détenue sous-jacente ; il existe un droit de propriété et les flux de trésorerie futurs qui en résultent dépendent d'événements futurs. Ce raisonnement vaut également pour les *warrants* ou les options. La valeur finale dépend d'événements futurs. Pour éviter toute confusion et erreur dans l'application des principes comptables, il est plus approprié de présenter la « contrepartie éventuelle » sous sa forme juridique, à savoir un « droit contractuel » à une contrepartie future.

Compte tenu des particularités de ce type de droits, une approche par le résultat (actualisation des flux de trésorerie) représente généralement le meilleur outil d'estimation de la juste valeur à partir des flux de trésorerie correctement pondérés par la probabilité d'occurrence des résultats attendus. Les flux de trésorerie attendus sont ensuite actualisés à un taux d'actualisation approprié. Dans leur forme la plus simple, ils sont généralement déterminés à partir d'une évaluation de la probabilité et du montant du paiement à divers moments. Certains participants au marché peuvent utiliser d'autres méthodes d'évaluation en vue de déterminer la valeur de ces flux de trésorerie futurs.

Les hypothèses relatives aux flux de trésorerie doivent intégrer une estimation de la probabilité et du calendrier des différents résultats possibles déclenchant la contrepartie éventuelle et/ou tenir compte de projections fondées sur des scénarios prenant en compte les contreparties éventuelles. Il importe en premier lieu de détailler les facteurs qui déterminent le versement d'une contrepartie (ou son absence de versement). L'évaluateur doit identifier les sources de données à utiliser pour étayer ses hypothèses. Dans la plupart des cas, il est possible de s'en tenir à une analyse assez simple tout en tenant compte de la complexité importante du droit contractuel, plus particulièrement si la probabilité de succès est faible ou si le montant de la contrepartie future est peu élevé. Comme indiqué ci-dessus, même s'il existe des interprétations divergentes concernant le traitement comptable à appliquer aux droits contractuels (comptabilisation en tant qu'actif dans les états financiers ou mention dans les notes annexes aux états financiers), les investisseurs ont généralement besoin que l'évaluateur estime la juste valeur de ces droits contractuels ou gains éventuels.

5.10 Investissements ne donnant pas le contrôle

Comme indiqué dans la ligne directrice 2.4, la valeur d'entreprise de la société détenue constitue en général le point de départ de l'évaluation de la juste valeur. En effet, les



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

investisseurs ont le contrôle ou ont investi de concert avec d'autres investisseurs (et ont collectivement le contrôle), de sorte que la cession de l'entreprise permet d'obtenir la valeur de sortie maximale.⁴

En de rares circonstances, l'unité d'évaluation peut ne pas être l'entreprise dans son intégralité. Ce peut être le cas lorsqu'une participation ne donnant pas le contrôle ou minoritaire est acquise, mais que les intérêts des actionnaires détenant le contrôle ne concordent pas avec ceux des actionnaires n'exerçant pas le contrôle ou minoritaires. Dans ces rares cas, la cession de l'entreprise peut ne pas aboutir à la valeur maximale et/ou l'actionnaire détenant le contrôle peut n'avoir ni l'intention ni le besoin de vendre l'entreprise.

Dans cette situation, le participant au marché retenu pour déterminer la juste valeur correspond à l'acheteur hypothétique de la participation minoritaire et non à un acheteur hypothétique de la totalité de l'entreprise. Si la participation minoritaire était vendue à un participant au marché sans que l'entreprise soit cédée, alors la ou les techniques d'évaluation utilisées pour déterminer la juste valeur seraient le reflet de celles retenues par les participants au marché qui seraient des acheteurs potentiels de la position. Selon les cas, il est plus approprié d'appliquer une approche de marché ou une approche par le résultat.

L'utilisation d'une approche par le résultat (actualisation des flux de trésorerie) seule ou en association avec une approche de marché requiert d'estimer les avantages économiques futurs et d'appliquer un taux d'actualisation approprié en vue de les ramener à une valeur actuelle unique. Les avantages économiques futurs à actualiser correspondent en général aux flux de trésorerie périodiques attribuables à l'actif évalué, mais peuvent aussi prendre d'autres formes dans des circonstances spécifiques, par exemple un paiement unique à un moment donné dans le futur avec ou sans flux de trésorerie intermédiaires (il en serait ainsi en cas de contrat d'option de vente portant sur la cession de l'investissement). La juste valeur représente le montant qu'un participant au marché paierait dans une transaction normale pour acquérir la participation minoritaire ne donnant pas le contrôle.

5.11 Modèles mathématiques / Analyse de scénarios

Contrairement à ce qui se pratique sur le marché des instruments dérivés et de dettes, les modèles mathématiques de valorisation des options ne sont pas répandus dans le domaine du Private Capital. Ces modèles sont rarement utilisés par les participants au marché pour déterminer le prix de transaction d'un investissement. Toutefois, pour certains investissements en phase de lancement, les modèles de valorisation des options ou les modèles des rendements attendus pondérés par leur probabilité sont parfois considérés comme fournissant des indications fiables de la juste valeur lorsqu'un petit nombre de résultats isolés sont attendus.

Dans la mesure où un participant au marché déterminerait la valeur d'entreprises en phase de lancement en utilisant des modèles mathématiques ou une analyse de scénarios, il serait approprié de prendre en compte ces techniques d'évaluation pour déterminer la juste valeur. Par exemple, la valeur d'entreprise pourrait être estimée en évaluant les probabilités respectives d'une hausse de la valeur (futur *up round*), d'une stabilité de la valeur (*flat round*), d'une baisse de la valeur (*down round*) et d'une érosion de la valeur (*rendement nul*), en tenant compte d'une dilution anticipée, le cas échéant, puis en actualisant le financement futur à la date d'évaluation à l'aide du coût moyen pondéré du capital approprié. La valeur d'entreprise pourrait ensuite

⁴Pour les besoins des présentes lignes directrices, la notion de contrôle ne doit pas être interprétée par référence aux règles de consolidation comptable. Les présentes lignes directrices posent comme postulat que tous les investissements effectués par des entités d'investissement et des sociétés d'investissement sont communiqués à leur juste valeur. Le contrôle, tel que mentionné dans les présentes, sert à déterminer quelle est l'entité ou quelles sont les entités qui ont la capacité de déclencher la vente de la société de portefeuille ou de l'investissement à la date d'évaluation.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

être répartie, toujours à l'aide des probabilités estimées, aux différents titres sur la base d'une approche de liquidation ou de sortie pertinente pour chaque scénario. Il convient de noter que la sélection des données à utiliser pour la mise en œuvre de ces techniques serait extrêmement subjective.

5.12 Somme des parties

La juste valeur est déterminée sur la base des hypothèses des participants au marché. Pour certains investissements, la juste valeur est déterminée en effectuant le cumul des justes valeurs des différentes composantes de l'entreprise. Ce peut être le cas lorsque la société détenue a des composantes distinctes que les participants au marché évalueraient séparément en leur appliquant des paramètres différents. Dans ces circonstances, il peut être approprié de déterminer la juste valeur de chaque composante, puis de procéder au cumul des valeurs pour aboutir à la juste valeur globale. L'évaluateur doit apprécier dans quelle mesure les frais généraux applicables aux composantes de l'entreprise doivent être répartis.

5.13 Coûts de transaction

Selon les normes comptables applicables, les coûts de transaction doivent, dans certains cas, être incorporés dans le coût d'un investissement. Les coûts de transaction ne sont toutefois pas considérés comme une caractéristique d'un actif et ne doivent donc pas être traités comme une composante de la juste valeur d'un actif.

5.14 Investissements immobiliers

L'évaluation des investissements immobiliers à la juste valeur repose généralement sur une approche de marché et/ou une méthode d'actualisation des flux de trésorerie. L'unité de comptabilisation correspond en général à la participation détenue dans l'investissement immobilier. La juste valeur est déterminée en estimant la valeur du bien immobilier, puis en déduisant le montant de la dette qui serait utilisée par un participant au marché et ainsi obtenir la valeur de la participation.

Contrairement aux entités d'investissement, certains fonds immobiliers n'établissent pas de rapport sur leurs investissements et ne les enregistrent donc pas à leur juste valeur. En ce qui concerne ces fonds, le bien immobilier est enregistré dans son intégralité comme un actif du fonds et la dette hypothécaire est enregistrée comme dette du fonds. En outre, certains de ces fonds choisissent d'enregistrer la dette hypothécaire à sa juste valeur, en utilisant l'option de la juste valeur prévue par les normes comptables applicables.

5.15 Investissements en infrastructures

Compte tenu du nombre limité de données de marché disponibles sur les transactions relatives aux investissements en infrastructures immobilières, ils sont souvent évalués à l'aide d'une technique d'évaluation fondée sur le résultat. La section 3.8 des lignes directrices met en exergue les notions à prendre en compte pour estimer la juste valeur à l'aide des flux de trésorerie de l'investissement. Certains évaluateurs utilisent des termes tels que flux de trésorerie disponible pour les actionnaires (« FTDA ») ou méthode d'actualisation des dividendes pour désigner la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie présentée dans la section 3.8 des lignes directrices. Comme pour tous les types d'investissement, les hypothèses



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

des participants au marché doivent être utilisées pour sélectionner les données utilisées dans le modèle d'actualisation des flux de trésorerie qui sert à estimer la juste valeur des investissements en infrastructures.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Section III – Définitions

Définitions

Les définitions suivantes s'appliquent aux présentes lignes directrices d'évaluation.

Backtesting

Processus consistant à utiliser la valeur observée d'un investissement, telle qu'elle résulte d'une vente, d'un événement de liquidité (par ex., une introduction en Bourse) ou d'un autre changement significatif des conditions de l'investissement, des investissements liés ou de l'entreprise, en vue d'estimer la juste valeur à une date d'évaluation antérieure (ou à des dates d'évaluation antérieures).

Private Capital

Activité d'investissement incluant les investissements dans des sociétés non cotées de la phase d'amorçage (*early stage*), de développement, aux opérations de transmission (ou opérations de buy out capital), les projets d'infrastructure, les opérations de financement en dette privée et investissements similaires et les investissements dans des fonds réalisant des investissements de ce type.

Date d'évaluation

Date à laquelle l'évaluation est établie et qui correspond souvent à la date de reporting.

Décote pour bloc de titres

Ajustement qui consiste à ajouter une décote ou une prime au prix coté d'un titre parce que le volume quotidien normalement échangé sur le marché où le titre se négocie ne suffit pas pour absorber la quantité détenue par le fonds. Les US GAAP et les normes IFRS n'autorisent pas les décotes pour bloc de titres.

Dette privée

Titres productifs d'intérêts qui englobent, entre autres, la dette senior, les prêts mezzanine, les prêts consentis par les actionnaires. Les investissements en dette privée peuvent être assortis d'un coupon en numéraire, d'intérêts capitalisés sous forme de dette supplémentaire, et/ou de droits de participer à l'accroissement de valeur du capital comme les *warrants*.

EBIT

Earnings before interest and tax (résultat avant intérêts et impôt)

EBITA

Earnings before interest, tax, and amortization (résultat avant intérêts, impôt et amortissements des actifs incorporels)

EBITDA

Earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (résultat avant intérêts, impôt et amortissements des actifs corporels et incorporels)

Entreprise

Entreprise ou société commerciale financée par endettement auprès de créanciers ou par un apport de capitaux propres par les propriétaires.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Évaluateur

L'évaluateur est la personne qui est directement responsable de l'évaluation d'un ou de plusieurs investissements du fonds ou du fonds de fonds.

Fonds de capital-investissement

Fonds de Private Capital qui investit principalement dans le capital de sociétés non cotées ou qui prend part à des rachats de sociétés cotées par leurs dirigeants, en vue de retirer de la cote des titres cotés.

Fonds de capital-innovation

Fonds de Private Capital qui investit dans des sociétés en phase de démarrage ou des petites ou moyennes entreprises présentant un potentiel de croissance important. Ces fonds sont généralement qualifiés d'opportunités à haut risque et à haut rendement.

Fonds ou fonds de Private Capital

Fonds ou fonds de Private Capital est le terme générique utilisé dans les présentes lignes directrices d'évaluation pour désigner les fonds communs de placement visant à investir des capitaux dans des entreprises non cotées de tout type à différents stades de leur existence, depuis le démarrage jusqu'à des opérations de transmission (Buy out capital), y compris les fonds d'infrastructure et les fonds de dette privée. Ces fonds englobent les fonds détenus par des personnes morales, des *limited partnerships* et d'autres véhicules d'investissement. Des investisseurs institutionnels et des particuliers apportent les capitaux qui peuvent être utilisés, entre autres, pour financer de nouvelles technologies, réaliser des acquisitions, accroître le fonds de roulement, renforcer un bilan et en améliorer la solidité.

Fonds de dette privée

Fonds de Private Capital qui investit dans des titres à revenus fixes. Un fonds de dette privée peut investir dans des obligations, des produits, instruments ou dettes titrisés à court ou long terme.

Fonds de fonds

Fonds de fonds est le terme générique utilisé dans les présentes lignes directrices d'évaluation pour désigner tout fonds commun de placement visant à investir des capitaux dans des fonds de Private Capital sous-jacents.

Gestionnaire du fonds

Le gestionnaire du fonds est chargé de mettre en œuvre la stratégie d'investissement du fonds et de gérer les opérations de marché de son portefeuille. Le gestionnaire du fonds est également chargé de fournir aux investisseurs du fonds des données de reporting.

Investissement

Un investissement désigne les différents instruments financiers détenus par le fonds dans une société détenue.

Investissement coté

Un investissement coté désigne tout instrument financier pour lequel des prix cotés reflétant des transactions de marché normales sont aisément et régulièrement disponibles auprès d'une Bourse, d'un courtier, d'un négociateur, d'un secteur d'activité, d'un service d'évaluation des prix ou d'une agence réglementaire. La réalisation désigne la vente, le rachat ou le



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

remboursement d'un investissement, dans son intégralité ou partiellement, ou l'insolvabilité d'une société détenue, lorsque le fonds ne peut en attendre aucun rendement significatif.

Investissement faisant l'objet d'échanges de titres cotés

Instrument financier négocié sur un marché actif (coté). Le volume d'échanges nécessaire pour satisfaire à ce critère relève du jugement.

Investissement non coté

Un investissement non coté désigne tout instrument financier autre qu'un investissement coté.

Juste valeur

La juste valeur est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif lors d'une transaction normale entre des participants au marché dans les conditions actuelles du marché à la date d'évaluation.

Liquidité

Mesure de la facilité avec laquelle un actif peut être converti en liquidités. Un actif très liquide peut facilement être converti en liquidités ; un actif illiquide peut difficilement être converti en liquidités. La liquidité représente la facilité et la rapidité relatives avec lesquelles un instrument peut être vendu au moment souhaité.

Marché actif

Marché sur lequel ont lieu des transactions sur un actif selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue des informations sur les prix.

Marché le plus avantageux

Marché qui maximise le montant qui serait reçu pour la vente de l'actif après prise en compte des coûts de transaction et des frais de transport.

Marché principal

Marché sur lequel on observe le volume et le niveau d'activité les plus élevés pour la vente potentielle de l'actif.

Négociabilité

Temps nécessaire pour mener une transaction à son terme ou vendre un investissement. Les normes comptables imposent que la période de négociabilité commence suffisamment longtemps avant la date d'évaluation de façon à ce que la transaction hypothétique déterminant la juste valeur ait lieu à la date d'évaluation. Par conséquent, les normes comptables n'autorisent pas l'application d'une décote de négociabilité pour déterminer la juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Participants au marché

Acquéreurs et vendeurs sur le marché principal (ou le marché le plus avantageux) pour l'actif qui réunissent les caractéristiques suivantes :

- a. ils sont indépendants les uns des autres ;
- b. ils sont bien informés ;
- c. ils sont capables de conclure une transaction ;
- d. ils sont prêts à conclure une transaction, c'est-à-dire qu'ils ont un motif de le faire, sans toutefois y être forcés ou obligés de quelque autre façon.

Société détenue

L'expression « société détenue » désigne une entreprise seule ou un groupe d'entités dans lequel un fonds a investi directement ou par l'intermédiaire d'un certain nombre de sociétés holding dédiées à la réalisation de l'opération d'acquisition de la participation.

Technique d'évaluation

Une technique d'évaluation est une méthode généralement acceptée utilisée en vue de déterminer la juste valeur d'un investissement en capital ou en dette privée dans une société détenue. Les techniques d'évaluation comprennent l'approche par le résultat, l'approche de marché et l'approche par le coût de remplacement. Chacune de ces techniques d'évaluation fait appel à des méthodes, notamment les multiples de prix de sociétés cotées comparables, l'analyse des flux de trésorerie futurs actualisés et l'actif net.

Transaction en urgence ou forcée

Une liquidation involontaire ou une vente en urgence (autrement dit, une transaction forcée) n'est pas une transaction normale et ne permet pas de déterminer la juste valeur. Une entité fait appel au jugement pour déterminer si une transaction donnée est exécutée en urgence ou de manière forcée.

Transaction forcée

Une transaction forcée représente la cession involontaire d'actifs ou de titres en vue de créer de la liquidité en cas de situation incontrôlable ou imprévue. Une vente forcée est normalement réalisée en réaction à un événement économique, à un changement intervenu dans la vie personnelle, à la réglementation des sociétés ou à l'ordre juridique.

Transaction normale

Une transaction normale est une transaction qui suppose l'exposition de l'actif sur le marché pendant une certaine période avant la date d'évaluation, afin que les activités commerciales ordinaires puissent avoir lieu pour les transactions sur de tels actifs ; il ne s'agit pas d'une transaction forcée.

Transaction secondaire

Une transaction secondaire désigne une transaction qui a lieu lorsque le détenteur d'une participation non cotée ou illiquide dans un fonds cède celle-ci à un tiers.

Unité de comptabilisation

L'unité de comptabilisation correspond au terme comptable qui identifie le niveau auquel un actif est regroupé ou ventilé aux fins de la comptabilisation de la juste valeur. L'unité de comptabilisation est dictée par les différentes normes comptables qui sont soumises à interprétation. Dans la mesure où les normes comptables relatives à la juste valeur cherchent à refléter le comportement économique et le point de vue des participants au marché, les présentes lignes directrices d'évaluation retiennent généralement le point de vue d'un participant au



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

marché pour évaluer le niveau de regroupement ou de ventilation. À titre d'illustration, lorsque les indications données par les normes comptables sont sujettes à interprétation, si un participant au marché achetait une participation dans une société non cotée, sans s'attacher aux parts prises isolément, l'unité de comptabilisation correspondrait à la totalité de la participation acquise. Toutefois, lorsque les normes comptables définissent clairement l'unité de comptabilisation, les indications fournies doivent être respectées.

Valeur d'entreprise

La valeur d'entreprise correspond à la valeur totale des instruments financiers représentant la participation des propriétaires (titres de capitaux propres) dans une entité commerciale majorée de la valeur de sa dette ou des passifs liés à cette dette et diminuée de la trésorerie ou des équivalents de trésorerie disponibles pour s'acquitter de ces passifs.

Valeur d'entreprise ajustée

La valeur d'entreprise ajustée désigne la valeur d'entreprise ajustée des facteurs qui seraient pris en compte par un participant de marché, notamment les actifs et passifs excédentaires, les passifs éventuels et d'autres facteurs pertinents.

Valeur d'entreprise attribuable

La valeur d'entreprise attribuable désigne la valeur d'entreprise ajustée attribuable aux instruments financiers détenus par le fonds et aux autres instruments financiers de l'entité qui ont un rang équivalent ou inférieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé.

Valeur liquidative (« VL »)

La VL d'un fonds désigne le montant estimé comme étant attribuable aux investisseurs de ce fonds sur la base de la juste valeur des sociétés détenues sous-jacentes et des autres actifs et passifs.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Annexe 1 – Lignes directrices d'évaluation sans commentaires

Lignes directrices d'évaluation

1. La notion de juste valeur

1.1 La juste valeur est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif lors d'une transaction normale entre des participants au marché à la date d'évaluation.

1.2 L'évaluation de la juste valeur suppose qu'une transaction hypothétique de vente d'un actif a lieu sur le marché principal ou, à défaut, sur le marché le plus avantageux pour l'actif.

1.3 En ce qui concerne les investissements faisant l'objet d'échanges actifs (cotés), l'évaluation de la juste valeur est fondée exclusivement sur les prix de marché disponibles pour des instruments identiques.

1.4 Dans le cas d'investissements non cotés, l'évaluation de la juste valeur impose à l'évaluateur de supposer que l'investissement est réalisé ou vendu à la date d'évaluation, indépendamment du fait que l'instrument ou la société détenue soient préparés à la vente ou que ses détenteurs aient l'intention de les vendre dans un avenir proche.

1.5 Certains fonds investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société détenue. Si un participant au marché devait effectuer des transactions simultanées sur toutes les positions sur la même société détenue sous-jacente, par exemple des investissements distincts correspondant aux catégories A, B et C, alors la juste valeur serait estimée pour le montant cumulé des investissements dans la société détenue. Si un participant au marché devait effectuer des transactions distinctes, par exemple en achetant des instruments de la catégorie A, indépendamment de ceux des catégories B et C, ou si des investissements en dette étaient achetés indépendamment des titres de capital, alors il serait plus approprié de déterminer la juste valeur pour chacun des instruments financiers pris individuellement.

1.6 La juste valeur doit être estimée en utilisant les mêmes techniques d'évaluation d'une date d'évaluation à l'autre, sauf en cas de changement des conditions du marché ou des facteurs spécifiques à l'investissement qui modifierait la manière dont un participant au marché en déterminerait la valeur. Il convient également d'utiliser les mêmes techniques d'évaluation pour des investissements dont les caractéristiques, le secteur d'activité et/ou la zone géographique sont similaires.

1.7 Unité de comptabilisation

1.7 L'estimation de la juste valeur nécessite de déterminer l'unité de comptabilisation. L'unité de comptabilisation représente l'investissement spécifique qui fait l'objet d'une évaluation à la juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2. Principes d'évaluation

2.1 La juste valeur de chaque investissement doit être évaluée à chaque date d'évaluation.

2.2 En vue d'estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit appliquer une (des) technique(s) appropriée(s) au regard de la nature, des conditions et des circonstances de l'investissement et doit utiliser des données de marché et autres données actuelles et raisonnables tout en prenant en compte les hypothèses des participants au marché.

2.3 La juste valeur est estimée en retenant le point de vue des participants au marché et les conditions du marché à la date d'évaluation, quelles que soient les techniques d'évaluation utilisées.

2.4 Répartition de la valeur d'entreprise

2.4 En général, pour les investissements de Private Capital, les participants au marché déterminent le prix auquel ils paieraient des instruments de capital pris individuellement en utilisant la valeur d'entreprise estimée à partir d'une vente hypothétique des capitaux propres qui peut être déterminée en se fondant sur la vente de la société détenue. La démarche consiste à :

- (i) déterminer la valeur d'entreprise de la société détenue à l'aide des techniques d'évaluation ;**
- (ii) ajuster la valeur d'entreprise au regard de facteurs qu'un participant au marché prendrait en compte, comme un excédent d'actifs ou de passifs, d'autres passifs éventuels et d'autres facteurs pertinents, pour parvenir à la valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;**
- (iii) déduire de ce montant la valeur, selon le point de vue du participant au marché, de tout instrument financier de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans le cas d'une vente de la société détenue.**
- (iv) prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;**
- (v) répartir la valeur d'entreprise attribuable entre les différents instruments financiers de la société détenue en fonction de leur rang ;**
- (vi) affecter les montants obtenus en fonction de la participation du fonds dans chacun des instruments financiers afin de refléter leur juste valeur.**

2.5 Exercice d'un jugement prudent

2.5 Compte tenu du degré d'incertitude inhérent à l'estimation de la juste valeur des investissements de Private Capital, il convient de faire preuve de prudence dans l'exercice du jugement et la détermination des estimations nécessaires. L'évaluateur doit néanmoins se garder de faire montre d'une prudence excessive.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

2.6 Étalonnage

2.6 Lorsque le prix d'un investissement initial dans une société détenue ou dans un instrument est jugé représentatif de la juste valeur (ce qui est généralement le cas si la transaction d'entrée est considérée comme une transaction normale), alors les techniques d'évaluation qu'il convient d'utiliser pour estimer ultérieurement la juste valeur doivent utiliser les données de marché à la date à laquelle l'investissement a été effectué. Ce processus est appelé l'étalonnage (*calibration*). L'étalonnage permet de valider que les techniques d'évaluation utilisant des données de marché contemporaines de la transaction génèrent la juste valeur à l'origine et que, par conséquent, les techniques d'évaluation utilisant des données de marché actualisées à chaque date d'évaluation ultérieure génèrent la juste valeur à chacune de ces dates.

2.7 Backtesting

2.7 Les évaluateurs doivent chercher à comprendre les écarts importants qui se manifestent à juste titre entre le prix de sortie et la juste valeur évaluée précédemment. Ce processus est appelé le *backtesting* (contrôles ex post). Le *backtesting* vise à :

- (i) préciser quelles informations étaient connues ou connaissables à la date d'évaluation ;
- (ii) évaluer comment ces informations étaient prises en compte pour obtenir les estimations de la juste valeur les plus récentes ;
- (iii) déterminer si les informations connues ou connaissables étaient correctement prises en compte pour déterminer la juste valeur au regard du prix de sortie réel.

3. Méthodes d'évaluation

3.1 Principes généraux

3.1 (i) Pour déterminer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit exercer son jugement. Pour ce faire, il convient de tenir compte des conditions spécifiques de l'investissement qui sont susceptibles d'influer sur sa juste valeur. À cet égard, l'évaluateur doit prendre en compte la substance économique de l'investissement, celle-ci pouvant prévaloir sur la stricte forme juridique.

3.1 (ii) Lorsque la monnaie de référence du fonds est différente de la monnaie dans laquelle l'investissement est libellé, la conversion dans la monnaie de référence aux fins du reporting doit être effectuée en utilisant le cours de change acheteur au comptant en vigueur à la date d'évaluation.

3.2 Exercice du jugement pour la sélection des techniques d'évaluation



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

3.2 L'évaluateur doit exercer son jugement pour sélectionner la technique ou les techniques d'évaluation les plus appropriées pour un investissement donné.

3.3 Sélection de la technique d'évaluation appropriée

3.3 L'évaluateur doit utiliser une ou plusieurs des techniques d'évaluation suivantes à chaque date d'évaluation, en prenant en compte les hypothèses des participants au marché quant à la manière de déterminer la valeur :

- A. Approche de marché**
 - a. Multiples (3.4)
 - b. Références d'évaluation sectorielles (3.5)
 - c. Prix de marché disponibles (3.6)
- B. Approche par le résultat**
 - a. Actualisation des flux de trésorerie (3.7, 3.8)
- C. Approche par le coût de remplacement**
 - a. Actif net (3.9)

Le prix d'un investissement récent, s'il résulte d'une transaction normale, représente généralement la juste valeur à la date de transaction. Aux dates d'évaluation ultérieures, le prix d'un investissement récent peut constituer un bon point de départ pour estimer la juste valeur ; il convient toutefois de bien prendre en compte les conditions et circonstances prévalant à cette date, notamment les changements sur le marché ou les changements touchant la performance de la société détenue.

Les données utilisées dans le cadre des techniques d'évaluation doivent, selon qu'il convient, être étalonnées en fonction du prix d'un investissement récent (3.10).

3.4 Multiples

3.4 En fonction du stade de développement d'une entreprise, de son secteur d'activité et de sa zone géographique, les participants au marché peuvent appliquer un multiple de résultats ou de chiffre d'affaires. Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par les multiples pour estimer la juste valeur d'une entreprise, l'évaluateur doit :

- (v) appliquer un multiple qui est approprié et raisonnable (au regard de la taille, du profil de risque et des perspectives de croissance des résultats de la société sous-jacente) à l'indicateur de valeur applicable (résultats ou chiffre d'affaires) de la société détenue ;
- (vi) ajuster la valeur d'entreprise au titre des actifs excédentaires ou hors exploitation, ou des passifs excédentaires, des autres passifs éventuels et des autres facteurs pertinents, pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;
- (vii) déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;
- (viii) répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

marché potentiels. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

3.5 Références d'évaluation sectorielles

3.5 Les références sectorielles ne peuvent généralement être utilisées de manière fiable et, par conséquent, appropriée comme fondement principal de l'estimation de la juste valeur que dans des cas limités, et servent plutôt à recouper les valeurs obtenues à l'aide d'autres techniques.

3.6 (i) Investissements cotés

3.6 (i) Les instruments cotés sur un marché actif doivent être évalués à un prix compris dans l'écart entre cours acheteur et cours vendeur qui est le plus représentatif de la juste valeur à la date d'évaluation. L'évaluateur doit systématiquement utiliser l'estimation ponctuelle la plus représentative à l'intérieur de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur.

3.6 (ii/iii) Décote pour bloc de titres et autres décotes

3.6 (ii) Il n'y a pas lieu d'appliquer des décotes pour bloc de titres qui reflètent la taille en tant que caractéristique de la participation détenue par l'entité de reporting (en particulier, une décote qui ajuste le prix coté d'un actif parce que le volume quotidien normalement échangé sur le marché n'est pas suffisant pour absorber la quantité détenue par l'entité).

3.6 (iii) Il est possible d'appliquer des décotes aux prix cotés sur un marché actif s'il existe une restriction contractuelle, une restriction imposée par les pouvoirs publics ou une autre limitation juridiquement exécutoire attachée au titre, et non au détenteur, qui, en limitant la liquidité de l'instrument, influe sur le prix qu'un participant au marché paierait à la date d'évaluation.

3.6 (iv) Prix observables

3.6 (iv) En l'absence de marché actif pour les instruments financiers, lorsqu'il existe cependant des prix observables, l'évaluateur doit les prendre en compte dans le cadre de l'estimation de la juste valeur en utilisant une ou plusieurs des autres techniques d'évaluation.

3.7 Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de la société détenue)



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

3.7 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de la société détenue) pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit :

- (i) obtenir la valeur d'entreprise de la société en utilisant des hypothèses et des estimations raisonnables des flux de trésorerie futurs (ou des résultats futurs) et de la valeur terminale, puis les actualiser en appliquant un taux ajusté du risque approprié pour refléter le risque inhérent aux projections ;
- (ii) ajuster la valeur d'entreprise au titre des actifs excédentaires ou hors exploitation, ou des passifs excédentaires, des autres passifs éventuels et des autres facteurs pertinents, pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;
- (iii) déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;
- (iv) répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au marché. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

3.8 Actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement)

3.8 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement) pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit obtenir la valeur actuelle des flux de trésorerie de l'investissement en utilisant des hypothèses et des estimations raisonnables des flux de trésorerie futurs, de la valeur terminale ou du montant à l'échéance, de la date et du taux ajusté du risque approprié pour refléter le risque inhérent à l'investissement. Cette technique d'évaluation s'applique généralement aux investissements dans des instruments de dette ou à des investissements dont les caractéristiques sont similaires à celles d'une dette.

3.9 Actif net

3.9 Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actif net pour estimer la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit :

- (i) obtenir la valeur d'entreprise de la société en utilisant le point de vue d'un participant au marché afin d'évaluer les actifs et passifs de celle-ci (en procédant à un ajustement, le cas échéant, au titre des actifs hors exploitation, des passifs excédentaires et des actifs et passifs éventuels) ;
- (ii) déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;
- (iii) répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

marché potentiels. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

3.10 Étalonnage en fonction du prix d'un investissement récent

3.10 La juste valeur indiquée par une transaction récente portant sur le capital des sociétés détenues est utilisée pour étalonner les données utilisées dans différentes méthodes d'évaluation. L'évaluateur doit apprécier à chaque date d'évaluation si des changements ou événements postérieurs à la transaction concernée impliquent de modifier la juste valeur de l'investissement. Le prix d'un investissement récent ne doit pas être considéré comme une technique d'évaluation à part entière.

4. Évaluation de la participation dans un fonds

4.1 Principes généraux

4.1 En vue d'évaluer la juste valeur d'une participation dans un fonds, l'évaluateur peut fonder son estimation sur la quote-part qui lui est attribuable dans la valeur liquidative (VL) communiquée par le fonds, à condition que celle-ci ait été calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et qu'elle soit établie à la même date d'évaluation que celle retenue par l'évaluateur de la participation dans le fonds, sauf dans les cas suivants :

- (i) si la participation dans le fonds fait l'objet d'échanges actifs (cotés), la juste valeur correspond au cours en résultant ;
- (ii) si la direction de la participation dans le fonds a décidé de céder cette participation ou une quote-part de celle-ci, et que le prix prévu pour la cession de la participation diffère de la VL, la juste valeur correspond au prix de vente attendu.

4.2 Ajustements appliqués à la valeur liquidative

4.2 Si l'évaluateur a décidé que la VL communiquée constitue un point de départ approprié pour déterminer la juste valeur, il peut être nécessaire de procéder à des ajustements en fonction des informations disponibles les plus pertinentes à la date d'évaluation. Bien qu'il puisse s'enquérir auprès du gestionnaire du fonds de la manière dont ses procédures d'estimation de la juste valeur sont mises en œuvre, l'évaluateur doit disposer des procédures et contrôles afférents appropriés lui permettant d'évaluer et de comprendre les évaluations qui lui sont transmises par le gestionnaire du fonds. Si la VL n'est pas calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et/ou n'est pas établie à la même date d'évaluation que celle retenue par l'évaluateur de la participation dans le fonds, alors l'évaluateur doit évaluer si ces différences sont importantes et nécessitent, par conséquent, d'ajuster la VL communiquée.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

4.3 Transactions secondaires

4.3 Lorsque l'évaluateur d'une participation a connaissance des conditions d'une transaction secondaire dans le fonds en question et que la transaction est normale, il doit considérer ce prix de transaction comme une composante des informations utilisées pour évaluer la juste valeur de la participation dans le fonds.

4.4 Autres méthodes d'évaluation de la participation dans un fonds

4.4 Lorsque la VL n'est pas ou ne peut pas être utilisée comme point de départ pour estimer la juste valeur de la participation dans un fonds et qu'il n'y a pas d'informations de marché disponibles, il convient d'utiliser une technique d'évaluation fondée sur le résultat pour estimer cette juste valeur.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Annexe 2 – Informations complémentaires

Normes d'information financière

« Les US GAAP et les normes d'information financière internationales » (expression utilisée de manière interchangeable avec les termes « normes comptables ») ont été modifiées en 2011 pour aboutir à une définition commune de la juste valeur et à une approche commune d'évaluation de la juste valeur. D'autres pays utilisent une définition de la juste valeur qui est en grande partie similaire aux US GAAP, aux IFRS et à la définition retenue dans les présentes lignes directrices d'évaluation.

La juste valeur est définie par les US GAAP et les normes comptables internationales comme étant : « le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre des participants au marché à la date d'évaluation ». IFRS 13 paragraphe 9, ASC Topic 820-10-15-5. Les présentes lignes directrices d'évaluation traitent de l'évaluation de la juste valeur du point de vue d'un fonds de capital-investissement, ce qui revient généralement à s'attacher aux investissements du portefeuille sous-jacent, c.-à-d. aux actifs ; par conséquent, en vue de faciliter la rédaction du présent document, n'est pas prise en compte la partie de la définition comptable ainsi rédigée « ou payé pour le transfert d'un passif ».

L'évaluation de la juste valeur selon les US GAAP et les IFRS est imposée par l'ASC Topic 820, *Évaluation de la juste valeur* telle que publiée par le FASB, et la norme IFRS 13, *Évaluation de la juste valeur* telle que publiée par l'IASB. D'autres normes comptables indiquent dans quels cas la juste valeur est imposée ou permise. Aux États-Unis, l'ASC Topic 946 du FASB, *Sociétés d'investissement* exige que les actifs des sociétés d'investissement soient présentés à leur juste valeur. Plusieurs normes IFRS imposent ou autorisent que certains instruments financiers soient présentés à leur juste valeur.

Le 31 octobre 2012, l'IASB a modifié les normes IFRS 10, 12 et 27, de sorte que les IFRS exigent désormais, dans des cas spécifiques, que les investissements « donnant le contrôle » détenus par des entités répondant à la définition d'une entité d'investissement soient présentés à leur juste valeur et non plus consolidés à leur coût.

Les présentes lignes directrices d'évaluation s'attachent à l'évaluation uniforme de la juste valeur. D'autres aspects comptables, tels que les obligations en matière d'informations à fournir ou les gains ou pertes à l'origine (*day-one gains/losses*) ne rentrent pas dans le champ d'application des présentes lignes directrices d'évaluation.

Application de la norme IFRS 9/l'ASC Topic 946 aux investissements en dette

Les principes comptables généralement admis aux États-Unis pour les sociétés d'investissement (ASC Topic 946) exigent que tous les investissements, en dette et en capital, soient évalués à la juste valeur conformément à l'ASC Topic 820. Les normes comptables internationales ne fournissent pas d'indications similaires directement applicables aux entités d'investissement. Dans le cadre de ces normes, l'IFRS 9 précise que tous les investissements en capital doivent être évalués à la juste valeur conformément à l'IFRS 13.

En ce qui concerne les investissements en dette, l'IFRS 9 fournit un modèle économique et un test relatif aux flux de trésorerie afin de déterminer si ces investissements doivent être évalués à la juste valeur ou au coût amorti. Comme indiqué dans l'introduction, les investisseurs des



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

fonds de Private Capital exigent presque à l'unisson que la valeur liquidative soit communiquée à la juste valeur conformément à l'IFRS 13, à l'ASC Topic 820 et aux présentes lignes directrices. Il convient donc d'évaluer les investissements en dette à la juste valeur. Les IFRS peuvent être interprétées de manière à offrir une certaine souplesse quant au modèle d'évaluation, mais cette souplesse autorise les entités d'investissement à évaluer leurs investissements en dette à la juste valeur conformément aux besoins de leurs investisseurs.

Normes d'évaluation

Les Normes mondiales d'évaluation continuent d'évoluer. Le *Board* de l'IPEV s'est rapproché de l'International Valuation Standards Council (IVSC), dans le but de favoriser la cohérence entre les lignes directrices d'évaluation du *Board* de l'IPEV et les normes internationales d'évaluation de l'IVSC (*International Valuation Standards – IVS*) et de décliner, dans les présentes lignes directrices d'évaluation, les principes des IVS sous forme de modalités d'application spécifiques au secteur. La détermination de l'évaluation des investissements de Private Capital conformément aux IVS et aux présentes lignes directrices d'évaluation satisfera aux exigences des normes d'information financière applicables tout en renforçant la confiance des investisseurs. De plus amples renseignements concernant l'IVSC, les IVS et le Code de déontologie des évaluateurs professionnels de l'IVSC (*Code of Ethical Principles for Professional Valuers*) sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www.ivsc.org/>.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Annexe 3 – Changements dans la version 2018 des lignes directrices

En apportant des changements aux lignes directrices d'évaluation de l'IPEV dans l'édition 2018, le *Board* a tout mis en œuvre pour qu'elles restent conformes aux normes comptables applicables, en particulier à l'IFRS 13 et à l'ASC Topic 820 du FASB. En outre, le *Board* a tenu compte des observations qui lui ont été transmises concernant de possibles améliorations. Ces observations, ajoutées aux réponses à la consultation officielle, ont été intégrées dans la version 2018 des lignes directrices.

Le *Board* s'est employé à conserver le cadre historique des lignes directrices en limitant autant que possible les changements. Plus précisément, les améliorations apportées à l'édition 2018 visent à faciliter la compréhension des notions suivantes :

1. La juste valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation, à savoir à chaque fois que la valeur liquidative (VL) fondée sur la juste valeur est communiquée aux investisseurs (LP).
2. Le prix d'un investissement récent (s'il est considéré comme représentatif de la juste valeur) doit être utilisé pour étalonner les données utilisées dans le(s) modèle(s) d'évaluation.
3. L'étalonnage est imposé par les normes comptables.
4. Le point de vue des participants au marché doit être utilisé en vue d'estimer la juste valeur à chaque date d'évaluation.
5. Une fois les conditions et circonstances spécifiques prises en compte et les présentes lignes directrices appliquées, il est possible que la juste valeur à une date d'évaluation ultérieure soit identique à celle qui avait été obtenue à une date d'évaluation antérieure. Cela signifie que la juste valeur peut être égale au prix d'un investissement récent ; néanmoins, le prix d'un investissement récent n'est pas automatiquement considéré comme représentant la juste valeur.

Dans un domaine essentiel, à savoir l'utilisation du prix d'un investissement récent, de multiples sources ont signalé au *Board* que les versions des lignes directrices (de 2015 et des années antérieures) étaient interprétées ou appliquées de manière erronée. En raison de la présentation du prix d'un investissement récent en tant que technique d'évaluation, de nombreux utilisateurs des lignes directrices interprétaient ou appliquaient de manière erronée l'utilisation d'un prix de transaction si bien qu'ils ne prenaient pas la peine d'estimer la juste valeur aux dates d'évaluation ultérieures. Ils utilisaient au contraire le prix d'un investissement récent sur une longue période, sans se poser de questions et sans autre analyse. Cette acceptation inconditionnelle du prix d'un investissement récent ne permet pas d'évaluer la juste valeur conforme aux normes comptables.

Le *Board* en a conclu qu'il était nécessaire de modifier l'édition 2018 des lignes directrices afin qu'elles ne soient plus interprétées ou appliquées de manière erronée, mais continuent d'être conformes aux normes comptables et, partant, utiles aux investisseurs.

Principales améliorations :

- A. le prix d'un investissement récent a été supprimé en tant que technique d'évaluation spécifique afin de renforcer le postulat selon lequel la juste valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation (remarque : le prix d'un investissement récent, s'il est jugé représentatif de la juste valeur, constitue la meilleure estimation de la juste valeur à la



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- date d'investissement. Aux dates d'évaluation ultérieures, le prix d'un investissement récent sera probablement utilisé comme point de départ pour estimer la juste valeur).
- B. Les aspects liés à l'évaluation des investissements dans des entreprises en phase de lancement ont été développés.
 - C. L'évaluation des investissements en dette privée est exposée de manière plus détaillée.
 - D. Afin d'améliorer la lisibilité et d'éviter toute confusion, la section I : Lignes directrices d'évaluation a été déplacée vers l'annexe 1. La section I de l'édition 2018 présente les lignes directrices d'évaluation dans des encadrés grisés suivis de commentaires explicatifs. L'annexe 1 présente les lignes directrices d'évaluation sans commentaires explicatifs.
 - E. En vue d'éviter tout malentendu et de renforcer la possibilité d'appliquer les lignes directrices à différents types d'investissements privés en dette ou en capital effectués par divers types de sociétés/entités d'investissement, le terme « capital-investissement » a été remplacé par l'expression « Private Capital ».

Autres modifications :

1. Plusieurs sujets ont été transférés de l'introduction vers l'annexe 3 : l'application de l'IFRS 9 et de l'ASC Topic 946 aux investissements en dette et les normes d'évaluation.
2. L'unité de comptabilisation a été ajoutée en tant que ligne directrice 1.7 et fait l'objet de précisions complémentaires dans la section II Aspects spécifiques.
3. La section **Application** de l'introduction a été développée afin de traiter de la politique et des pratiques d'évaluation.
4. Des modifications mineures ont été apportées en divers endroits du document en vue d'en améliorer la cohérence et la lisibilité.
5. Certaines notes de bas de page ont été déplacées pour être intégrées dans le texte principal, ou supprimées lorsqu'elles n'étaient plus applicables.
6. Les titres ont été mis en conformité et les notes explicatives ont été déplacées après les lignes directrices applicables.
7. Certaines parties ont été réorganisées pour améliorer la logique du texte et sa lisibilité.
8. Une présentation des dettes et de la dilution a été ajoutée dans les commentaires explicatifs qui suivent la ligne directrice 2.4.
9. Les commentaires explicatifs figurant après la ligne directrice 3.3 ont été enrichis afin de faciliter l'évaluation des investissements dans des entreprises en phase de lancement.
10. Des commentaires explicatifs ont été ajoutés après la ligne directrice 3.6 (iv) pour traiter de l'utilisation des cours fournis par les courtiers et des informations transmises par les services d'évaluation des prix dans le cadre de l'estimation de la juste valeur.
11. Des commentaires explicatifs ont été ajoutés après la ligne directrice 3.8 au sujet de l'estimation de la juste valeur de la dette lorsqu'elle fait l'objet de l'investissement.
12. Des modifications ont été apportées aux lignes directrices d'évaluation :
 - a. Chaque section des lignes directrices a été placée au début des commentaires explicatifs s'y rapportant.
 - b. La ligne directrice 1.4 a été modifiée afin d'en renforcer la conformité avec l'ASC Topic 820 et l'IFRS 13.
 - c. La ligne directrice 1.7 a été ajoutée.
 - d. La ligne directrice 2.4 a été enrichie pour traiter plus particulièrement de l'unité de comptabilisation.
 - e. Des précisions ont été apportées dans la ligne directrice 2.4 (iii) au sujet des hypothèses des participants au marché ; la note de bas de page a été supprimée et les notions qui y étaient présentées ont été ajoutées aux commentaires explicatifs.
 - f. Une partie de la ligne directrice 2.4 (iii) a été transférée dans la ligne directrice 2.4 (iv) pour des raisons de clarté.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

- g. La note de bas de page de la ligne directrice 2.6 a été supprimée puisque le terme « transaction normale » figure dans les définitions.
 - h. La ligne directrice 3.3 (ii) Approche de marché : prix d'un investissement récent a été supprimée en tant que méthode d'évaluation afin de prévenir toute utilisation ou interprétation erronée.
 - i. D'importantes précisions ont été apportées à la ligne directrice 3.3, devenue 3.10 Prix d'un investissement récent. Le prix d'un investissement récent est utilisé pour étalonner les données utilisées pour l'évaluation, mais ne doit pas être considéré comme une technique d'évaluation à part entière.
 - j. La ligne directrice 3.6 (iv) a été ajoutée afin de présenter l'utilisation des prix observables en l'absence de marché actif.
 - k. La note de bas de page qui suit la ligne directrice 4.1 a été intégrée dans le texte pour en améliorer la lisibilité.
 - l. La ligne directrice 4.4 a été ajoutée en vue de présenter la manière d'évaluer la participation dans un fonds lorsque la VL ou les données de marché ne sont pas utilisées ou qu'elles sont indisponibles.
13. Aspects spécifiques (AS) :
- a. AS 5.1. Afin d'en renforcer l'importance, l'unité de comptabilisation, qui était abordée dans le préambule du document, est devenue le premier sujet traité dans les aspects spécifiques.
 - b. Considéré comme redondant avec la section 2.4 des lignes directrices, l'AS 5.3 a été supprimé.
 - c. L'AS 5.5 a été modifié et renommé « Investissements en dette », l'objectif étant de donner des explications sur l'évaluation de la dette lorsqu'elle fait l'objet de l'investissement.
 - d. Ajout de l'AS 5.13 Coûts de transaction.
 - e. Ajout de l'AS 5.14 Investissements immobiliers.
 - f. Ajout de l'AS 5.15 Investissements en infrastructures.
14. Ajout de plusieurs termes dans la section III Définitions.



Lignes directrices d'évaluation de l'International Private Equity and Venture Capital

Associations ayant adopté les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV

Laissé intentionnellement en blanc