



A la recherche de la « juste valeur » dans le non-coté

Longtemps habitué à vivre protégé des soubresauts financiers, le capital-investissement cherche à valoriser ses actifs de manière objective.

PAR FABRICE ANSELMINI

Une question de confiance. C'est ainsi que les fonds de *private equity* présentent le problème de la valorisation de leurs portefeuilles. Le capital-investissement a par nature, avec des fonds fermés pour dix ans, une approche qui nécessite cette relation de confiance avec des investisseurs avertis (« *limited partnerships* » ou LP). « *Ce métier spécifique se juge à la sortie : nous n'avons que faire de la valorisation 'mark-to-*

market' quand nous sommes engagés dans le long terme », a même lancé le représentant de la fondation Wellcome Trust à l'occasion de l'Investor's Forum de l'association européenne du capital-investissement (Evca) en mars dernier.

Pour autant, les enjeux d'une valorisation intermédiaire ne sont pas négligeables. D'abord pour pouvoir estimer cette classe d'actifs : si les 1.200 milliards de dollars investis dans le *private equity* n'ont vu leur valeur faciale réduite que d'environ 20 % en 2008, c'est notamment parce que nombre de fonds nord-

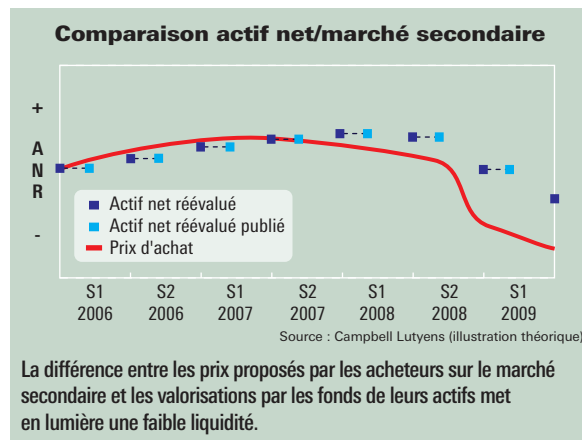
américains non cotés avaient continué, jusqu'au 15 novembre 2007, date d'application de la norme FAS 157 sur le principe de transparence (l'équivalent de l'IAS 39), à valoriser leur portefeuille au coût d'acquisition et non, comme depuis, en *mark-to-market*... Cet argument technique ne sera plus valable au 30 juin, quand les fonds proposeront à leurs investisseurs la prochaine valeur liquidative (actif net réévalué, ANR, ou *net asset value*) trimestrielle.

L'autre enjeu serait de débloquer des situations : des transactions directes,

notamment des sorties de LBO (*leveraged buy-out*) et de capital-risque ; mais aussi des transactions sur les parts de fonds pour lesquelles des investisseurs institutionnels cherchent de la liquidité. Ce marché secondaire a en effet ralenti à partir de l'automne, malgré plusieurs mises en vente de grande taille. « Depuis deux mois, des transactions conclues reprennent doucement », observe Thomas Liaudet, directeur du conseil spécialisé Campbell Lutyens. « Jusqu'à février, les acheteurs n'avaient accès qu'aux ANR publiés par les gérants fin novembre et portant sur les situations au 30 septembre. Avec les ANR au 30 décembre, publiés depuis, les vendeurs ont bien intégré la chute soudaine des marchés. Mais désormais, les acheteurs se posent la question de l'avenir et notamment des sorties pour les actifs les plus mûrs... », poursuit-il en évoquant des décotes sur le dernier ANR pouvant atteindre 60 %, signe de toutes les hésitations.

Faire appel au jugement

Conscientes de ces enjeux, les organisations professionnelles européennes s'étaient coordonnées dès 2003 pour encadrer les méthodes d'évaluation et rédiger un document de référence, les International Private Equity Valuation (Ipev) Guidelines, adopté depuis par 36 associations (dont l'Institutional Limited Partners Association aux Etats-Unis), avant la nouvelle mouture



attendue pour mi-juillet qui fait l'objet d'une consultation jusqu'au 12 juin*. « Ce document décrit comment évaluer un portefeuille donné, explique Didier Guennoc, directeur de la plate-forme LBO à l'Evca. Nous avons essayé de le clarifier pour répondre aux attentes actuelles, même si les critiques à l'égard des valorisations du capital-investissement sont beaucoup moins fortes aujourd'hui qu'elles ne l'avaient été en 2001. » En novembre, le conseil de l'Ipev, composé de treize membres (dont cinq Américains) et présidé par Herman Daems (nouveau président de Fortis Bank), a réaffirmé son attachement au principe de « juste valeur ». Il a toutefois rappelé que la « *fair value* » doit faire appel au « jugement » de gérants professionnels informés et vigilants « plutôt qu'à une application rigide

On trouve des valeurs qui varient de 40 % sur un même actif, selon les méthodes.

d'un processus mécanique ». « Et que l'évaluation du portefeuille ne concourt qu'à la mesure intermédiaire de la performance du fonds », rappelle Sylvain Quagliaroli, associé spécialisé du cabinet d'audit Grant Thornton.

Selon le texte en cours de validation, « la juste valeur doit refléter le prix auquel se ferait une transaction normalement organisée entre participants d'un marché régulier (entre parties informées, consentantes et dans des conditions de concurrence normale, NDLR) et à une date donnée. » Et ce même pour les actifs détenus depuis moins d'un an, pour lesquels la valeur d'acquisition restait la norme (*lire l'encadré*), ce qui posera un problème pour le capital-risque qui s'appuyait aussi sur la valeur du dernier tour de table réalisé... Si tous les fonds affirment suivre les standards de la profession, ils restent précautionneux au moment d'évoquer les valorisations intermédiaires, ou même parfois leur ANR quand ils sont cotés. « La transparence financière est souhaitable, mais le 'mark-to-market' introduit toujours une confusion dans l'esprit d'investisseurs censés être là dans la durée », lance l'associé d'un fonds de LBO.

Approche multicritère

L'Ipev laisse encore beaucoup de liberté aux fonds « et n'a pas saisi l'occasion de changer les mentalités », note un observateur avisé. Ils devront quand même désormais vérifier plus régulièrement la valeur publiée, adoptant une approche « multicritère » qui demande plus de travail que la seule méthode des comparables, ainsi que les décalages fréquents entre les plans de développement d'origine des entreprises et leur déroulement. « C'était le bon sens, mais si les grands fonds croisaient déjà les principales méthodes - à savoir analogique (comparables boursiers ou transactions similaires) et intrinsèque (DCF, 'discounted cash-flows') -, ce n'était pas encore systématique pour les autres », observe Sylvain Quagliaroli. « L'approche multicritère préconisée était déjà la norme », estime pour sa part Sébastien Péru, ex-directeur financier de 21 Centrale Partners, fondateur d'une société de services financiers et

*www.privateequityvaluation.com/

Les nouveautés du document de référence

Outre une nouvelle formulation de la juste valeur, les « Ipev Guidelines » en cours de consultation introduisent notamment trois nouveaux thèmes : sur les situations de vente forcée

(« *distressed transactions* ») et sur le marché secondaire (et l'évaluation spécifique des fonds de fonds), dont les prix - soumis à de nombreux autres facteurs - ne peuvent être les seuls déterminants dans l'établissement d'une « juste



Herman Daems, président de l'Ipev.

valeur » ; et donc sur le « marché efficient » (« *active market* »), c'est-à-dire faisant l'objet de transactions régulières et lisibles en termes de prix. A défaut de « marché efficient », l'évaluateur

devra désormais adopter une méthodologie « multicritère » en utilisant toutes les données de marché « raisonnables » plus d'autres estimations. Autre nouveauté notable, le retrait de la notion de « valorisation

au prix d'acquisition » : cette approche également appelée « *conservative value* » était la règle dans le *private equity* jusqu'aux premières Ipev Guidelines, entrées en vigueur avec les normes IFRS en 2005, et qui avaient introduit une notion de « juste valeur » prioritaire sur cette approche « *ad cost* ». Depuis 2007, cette dernière n'était plus tolérée que pour évaluer un actif pendant la première année de détention, pas au-delà et sous réserve que ne survienne pas pendant cette année un événement conséquent par rapport à cette valorisation.

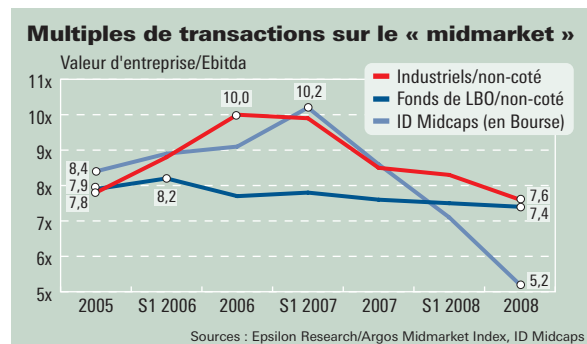
La juste valeur est avant tout un outil de dialogue avancé

informatiques à destination des fonds (Péru & Partners). Pour lui, « certains ont même, dans le contexte particulier de fin 2008, pondéré plus que d'habitude leurs valorisations avec la méthode DCF (jusqu'à 50 % de la valeur finale retenue). En l'absence de référentiel, c'est en théorie en se basant sur les plans de développement récurrents qu'on obtient la fourchette de valorisation la plus réaliste ».

Transparence dans la méthode

En 2008, la seule méthode des comparables boursiers donnait des baisses de 40 % - c'est-à-dire une valorisation de l'equity à zéro dans tous les LBO où il y avait 60 % de dette -, même sur des sociétés performantes. « En tant que filiale d'ABN Amro, nous l'avons utilisée trimestriellement, de manière automatique à partir de 2004, en appliquant un multiple moyen d'Ebitda à nos participations, avec deux décotes, l'une de taille, l'autre de liquidité, explique Hervé Claquin, président d'Abénex et membre de l'Ipev Board. Mais à fin décembre, cette méthode donnait des résultats incohérents pour trois de nos onze lignes ayant pourtant fait l'objet d'offres : dans le cas de Nutrition & Santé, qui était même en cours de cession, nous sommes restés sur la valeur de transaction fixée avec l'acheteur (Otsuka Pharmaceutical), à laquelle nous avons appliqué une décote de sécurité, en totale transparence avec nos investisseurs et nos auditeurs. »

Et comment appliquer des données dites « de marché » quand il n'y a plus



Daniel Schmidt,
avocat associé du cabinet Proskauer Rose

L'AVIS DE...

« *L'investisseur peut arguer d'une mauvaise évaluation pour se retirer du fonds* »

Quelles sont les contraintes actuelles des fonds d'investissement en termes d'évaluation de portefeuilles ?

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a rappelé cet automne, dans une recommandation du 15 octobre, qu'il fallait pour les fonds non cotés croiser les méthodes d'évaluation pour vérifier la cohérence des résultats d'une approche « mark-to-market » déficiente. Il est ensuite de la responsabilité du gérant et de son auditeur de prendre d'autres critères en compte. En rappelant l'importance d'une approche « multicritère », l'Ipev, dont les « guidelines » sont applicables à 90 % des fonds français, revient d'ailleurs à une pratique qui existait déjà à chaque fois qu'une transaction ne trouvait pas de comparable ou de marché similaire. Mais les fonds ont encore parfois du mal, dans leurs estimations finales, à accepter que la période 2005-2007, exceptionnellement portée par l'afflux de liquidités, est révolue.

Quelles sont leurs principales difficultés ?

Il faut bien distinguer les PME des grandes entreprises, qui trouvent des comparables boursiers efficaces. C'est plus facile d'évaluer Europcar qu'une valeur moyenne située dans le Cantal ou en Bavière et sur un marché

de niche... même s'il y a très peu de LBO (*leveraged buy-out*) actuellement. Si l'on prend en compte tous les *covenants* aujourd'hui dépassés, nombre de LBO ne devraient plus valoir grand-chose. Seuls les fonds récents, en début de phase d'investissement, peuvent faire le pari que le marché a le temps de se refaire.

Existe-t-il des risques juridiques dans l'évaluation ?

La publication d'une valeur liquidative fautive peut permettre à l'investisseur d'en profiter pour annuler ses engagements concernant les appels de fonds destinés aux futurs investissements (*commitments*). Des conflits sur ce thème apparaissent aujourd'hui aux Etats-Unis selon nos associés à Boston... Les transactions sur des parts de fonds (secondaire) posent aussi des problèmes de valorisation : elles intègrent, outre la NAV, le besoin de liquidité du cédant, l'obligation de libérer le solde des *commitments* (sachant que le cédant reste solidaire en droit français), les droits de préemption à purger, la valorisation des flux intermédiaires pendant la période de transfert, etc.

*Et auteur du livre « Les Fonds de Capital Investissement, principes juridiques et fiscaux » (Editions Gualino)

de transactions comparables (de type LBO) ? Même la méthode des DCF, parce qu'elle est souvent mal appliquée par des fonds qui perdent aujourd'hui leurs repères, peut sembler subjective en se fondant sur des hypothèses de multiples futurs invérifiables... A ceux qui proposent d'opter pour une approche pragmatique en se posant la question : « Quel prix serais-je prêt à payer si j'achetais la société aujourd'hui ? », Jean-Florent Rérolle, *managing director* chez Houlihan Lokey, et fervent adepte de la méthode DCF, rappelle que « la 'fair value' est un concept très subjectif basé sur une transaction virtuelle entre un acheteur et un vendeur hypothétiques ».

Monique Saulnier, autre membre français de l'Ipev et associée du fonds de capital-risque Sofinnova qui a réussi

la sortie de l'année avec sa biotech Corevalve vendue plus de 700 millions de dollars à Medtronic, confirme la pensée d'Herman Daems : « La 'fair value' est avant tout un outil de dialogue avancé entre les gérants et les LP au sujet de la valeur réelle des participations. On peut changer de méthode à condition d'expliquer pourquoi et d'en justifier avec précision le résultat. » En revanche, elle estime, au nom de la profession, qu'il n'est nul besoin d'imposer - comme le suggère le projet de directive européenne sur les sociétés de gestion de fonds alternatifs, qui couvre le *private equity* - que ces évaluations soient systématiquement réalisées par des auditeurs indépendants, ce qui serait long et coûteux à mettre en place « sans améliorer pour autant ni la transparence, ni la confiance de nos investisseurs »... ■