



**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 2015



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

### Avertissement

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](http://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 en date du 09/05/2018.

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	4
Introduction	5
Normes d'information financière	8
Unité de comptabilisation	8
Normes d'évaluation	13
<b>Section I : Lignes directrices d'évaluation</b>	<b>14</b>
<b>Section II : Commentaires explicatifs – Évaluation de la juste valeur</b>	
1. La notion de juste valeur	21
2. Principes d'évaluation	23
3. Méthodes d'évaluation	30
3.1. Principes généraux	30
3.2. Sélection de la technique d'évaluation appropriée	31
3.3. Prix d'un investissement récent	33
3.4. Multiples	36
3.5. Références d'évaluation sectorielles	41
3.6. Investissements cotés	42
3.7. Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'Entreprise sous-jacente)	43
3.8. Actualisation des flux de trésorerie (d'un Investissement)	44
3.9. Actif net	45
4. Évaluation de la participation dans un Fonds	46
4.1. Principes généraux	46
4.2. Ajustements appliqués à la Valeur liquidative	47
4.3. Transactions secondaires	48
4.4. Actualisation des flux de trésorerie	49
<b>Section III : Modalités d'application</b>	
5. Aspects spécifiques	50
5.1. Tours de financement internes	50
5.2. Marché en crise	50
5.3. Instruments de rang supérieur	51
5.4. Prêt relais	51
5.5. Prêts mezzanine	52
5.6. Intérêts d'emprunt capitalisés	53
5.7. Offres indicatives	53
5.8. Incidence de la structuration	54
5.9. Droits contractuels	55
5.10. Investissements ne donnant pas le contrôle	56
5.11. Modèles mathématiques / Analyse de scénarios	56
5.12. Somme des parties ( <i>sum of the parts</i> )	57
<b>Définitions</b>	<b>58</b>
<b>Associations apportant leur soutien</b>	<b>62</b>



# 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 Board (IPEV) (« lignes directrices d'évaluation ») formulent des recommandations destinées à refléter les bonnes pratiques actuelles en matière d'évaluation des participations de capital-investissement. Le terme « capital-investissement » est utilisé dans les présentes lignes directrices d'évaluation au sens large pour désigner les investissements de capital-risque en phase de lancement (*early stage*), les rachats d'entreprises par leurs dirigeants, les rachats d'entreprises par des dirigeants repreneurs extérieurs, les fonds d'infrastructure, les financements mezzanine et opérations similaires, ainsi que le capital de croissance et le capital-développement.

Les lignes directrices d'évaluation, telles que présentées dans la section I, sont destinées à s'appliquer à toute la gamme des fonds d'investissement alternatif (capital-risque d'amorçage et de démarrage, rachats, capital de croissance/développement, crédit, etc. ; conjointement dénommés ci-après fonds de capital-investissement) 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 capital-investissement. 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*). 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 différentes lignes directrices d'évaluation sont exposées dans la section I. Dans la section II, les lignes directrices d'évaluation sont reprises en caractères gras dans un encadré et accompagnées d'explications, d'exemples, de renseignements généraux, d'éléments de contexte et de commentaires visant à faciliter leur interprétation. La section III 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.

Aucun des membres du *Board* de l'IPEV, aucun de ses comités ou groupes de travail ne pourra être tenu pour responsable de quelque façon que ce soit (que ce soit pour négligence ou pour une tout autre cause) à l'égard de tiers, du fait de tout élément contenu ou omis dans les lignes directrices d'évaluation ou des conséquences découlant de l'utilisation des dispositions des présentes lignes directrices d'évaluation ou de toute autre conséquence.

Les présentes lignes directrices d'évaluation, qui doivent être considérées comme remplaçant les précédentes lignes directrices d'évaluation publiées en 2012 par le *Board* de l'IPEV, entrent en vigueur pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2016. Une application anticipée est recommandée.



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

## Introduction

Les gestionnaires de fonds de capital-investissement 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 participations de capital-investissement à la « juste valeur » et visent, par conséquent, à aider les investisseurs des fonds de capital-investissement 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 capital-investissement.

Les fonds de capital-investissement 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 comptes des fonds. Le *Board* de l'IPEV confirme que la juste valeur constitue le meilleur indicateur pour évaluer les sociétés de portefeuille de capital-investissement et les investissements détenus par les fonds de capital-investissement. 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 exigences et les incidences des normes mondiales d'information financière, en particulier des normes IFRS et des US GAAP, ont été prises en compte pour établir les présentes lignes directrices d'évaluation. Ce principe a été retenu afin de fournir aux fonds de capital-investissement un cadre leur permettant d'obtenir une juste valeur de leurs investissements qui soit conforme aux principes comptables.

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.

Les présentes lignes directrices d'évaluation traitent de l'évaluation sous l'angle conceptuel et pratique et du point de vue du reporting aux investisseurs ; elles n'ont pas pour objet de présenter 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.

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



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

technique d'évaluation (comme l'EBITDA).

Le capital-investissement, de par sa nature même, fait appel à des informations confidentielles, non publiques. Toutefois, les investisseurs des fonds de capital-investissement 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.

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 s
- 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.

La présente édition 2015 des lignes directrices d'évaluation comprend les changements suivants par rapport à l'édition 2012 :

1. Clarifications apportées en vue d'améliorer la lisibilité et de réduire les confusions éventuelles :
  - a. Modifications mineures dans l'ensemble du document en vue d'en améliorer la lisibilité et d'en faciliter la compréhension.
  - b. Suppression de la référence aux lignes directrices de reporting aux investisseurs (*Investors Reporting Guidelines*) de l'IPEV, dans la mesure où la responsabilité d'établir des lignes directrices de reporting incombe de nouveau à Invest Europe (auparavant European Private Equity & Venture Capital Association).
  - c. Ajout de sous-titres dans la section II en vue d'en améliorer la lisibilité
2. Clarifications techniques :
  - a. Point sur l'avancement des réflexions de l'IASB concernant l'unité de comptabilisation
  - b. Ajout d'une nouvelle ligne directrice (1.6) afin de souligner la nécessité de permanence dans l'application.
  - c. Modification de la note de bas de page 4 de la ligne directrice 2.4 afin de clarifier la manière de prendre en compte la valeur de la dette pour déterminer celle des capitaux propres.
  - d. Modifications mineures apportées aux lignes directrices 2.2, 2.4 (iii) et 2.6 afin d'en améliorer la compréhension.



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

- e. Ajout d'une nouvelle ligne directrice (2.7) afin de présenter le *backtesting* (contrôles ex post).
- f. Ajout d'une nouvelle ligne directrice [3.2 (ii)] afin d'apporter des précisions sur les techniques d'évaluation.
- g. Reformulation de la ligne directrice 3.4 pour distinguer les multiples de résultats des multiples de chiffre d'affaires.
- h. Changement de l'ordre des lignes directrices 3.5 à 3.9 afin d'en améliorer l'enchaînement logique.
- i. Suppression du parti pris négatif à l'égard de la technique des DCF et mise en évidence des modalités d'application comptables au regard du nombre de techniques d'évaluation.
- j. Clarifications et précisions complémentaires dans la section II concernant les changements de techniques d'évaluation, l'étalonnage, le *backtesting* et l'utilisation des multiples.
- k. De nouveaux points ont été traités dans les Aspects spécifiques, à savoir :
  - i. 5.10 Positions minoritaires ne donnant pas le contrôle
  - ii. 5.11 Modèles mathématiques (mise à jour des modalités d'application)
  - iii. 5.12 Somme des parties



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

## 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<sup>1</sup> 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.

L'évaluation de la juste valeur selon les US GAAP et les IFRS est imposée par l'*Accounting Standards Codification (ASC) Topic 820, Évaluation de la juste valeur* telle que publiée par le *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, et la norme IFRS 13, *Évaluation de la juste valeur* telle que publiée par l'*International Accounting Standards Board (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.

## 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, 39 et 40).<sup>2</sup> 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 sont regroupés ou ventilés dans les états financiers).

<sup>1</sup> 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 de 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 ».

<sup>2</sup> Au plan international, le traitement comptable du capital-investissement est précisé dans les normes IFRS 9, *Instruments financiers*, IFRS 10, *États financiers consolidés*, IAS 27, *États financiers consolidés et individuels*, IAS 28 *Participations dans des entreprises associées*, et IAS 40, *Immeubles de placement*. IFRS 9 remplacera IAS 39 *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation*.



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

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. »<sup>3</sup> 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 titres de dette et 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 et de capital de manière 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 (*single*) s'applique aux titres faisant l'objet d'échanges de titres cotés (voir section I paragraphe 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 titres cotés :

- Selon 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 de titres cotés 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'IASB envisage de modifier les normes IFRS pour clarifier ces interprétations. À ce jour, les

---

<sup>3</sup> IFRS 13 paragraphe 22, ASC Topic 820 paragraphe 820-10-35-9.



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

réflexions de l'IASB laissent entrevoir une convergence avec les pratiques du secteur selon lesquelles l'unité de comptabilisation correspondrait à la totalité de la participation si celle-ci représente la base que les participants au marché retiendraient pour effectuer leurs transactions. Même s'il est important que les auditeurs du fonds partagent les conclusions du gestionnaire du fonds concernant l'unité de comptabilisation, le gestionnaire 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 capital-investissement 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 cotés. 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.

### *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 capital-investissement investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société de portefeuille. 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 de portefeuille sous-jacente, alors la juste valeur serait évaluée pour le montant cumulé des investissements dans la société de portefeuille. 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 dans la structure de capital d'une société de portefeuille, l'unité de comptabilisation serait l'instrument de dette pris isolément et la juste valeur de l'instrument de dette serait évaluée du point de vue d'un participant au marché et tiendrait compte des flux de trésorerie (paiement des coupons), du risque et du temps restant jusqu'au remboursement attendu du principal.
- Si un fonds détient à la fois des investissements dans des instruments de dette et de capital de la même société de portefeuille et que les participants au marché effectuaient des transactions de façon séparée, en achetant une position en dette 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 capital-investissement, 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



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

cette approche indépendamment de l'unité de comptabilisation. En effet, les investisseurs de capital-investissement 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 du capital-investissement 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 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 les indications complémentaires fournies dans la section III 5.10)

Les éléments ci-dessus concernant l'unité de comptabilisation sont donnés à titre informatif et représentent l'interprétation du *Board* de l'IPEV des normes comptables applicables lorsque les participants au marché effectuent des transactions dans le secteur du capital-investissement. Même s'il est important que les auditeurs du fonds partagent les conclusions de la direction concernant l'unité de comptabilisation, la direction doit assumer la responsabilité du traitement comptable retenu, notamment concernant l'unité de comptabilisation appropriée.

### 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 du capital-investissement conformément aux IVS et aux présentes lignes directrices d'évaluation satisfera aux exigences des normes d'information financière applicables et renforcera 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

## Section I : 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'entreprise sous-jacente ou l'instrument est réalisé ou vendu à la date d'évaluation, avec une répartition appropriée entre les différentes participations, indépendamment du fait que l'entreprise sous-jacente soit préparée à la vente ou que ses détenteurs aient l'intention de la vendre dans un avenir proche.

1.5. Certains fonds investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société de portefeuille. Si un participant au marché devait effectuer des transactions simultanées sur toutes les positions sur la même société sous-jacente détenue, 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 dans des instruments de dette étaient achetés indépendamment des instruments 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.

### 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



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

les conditions du marché à la date d'évaluation, quelles que soient les techniques d'évaluation utilisées.

**2.4. En général, pour le capital-investissement, les participants au marché déterminent le prix auquel ils paieraient des instruments financiers pris individuellement en utilisant la valeur d'entreprise estimée à partir d'une vente hypothétique 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) retrancher 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 cession de l'entreprise (par ex., le montant qui serait payé<sup>4</sup>) 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 entre les différents instruments financiers de la société en fonction de leur rang ;**
- (v) affecter les montants obtenus en fonction de la participation du fonds dans**

---

<sup>4</sup> Certains évaluateurs peuvent remettre en question le fait que la juste valeur de la dette ou sa valeur nominale soit déduite de la valeur d'entreprise ajustée pour estimer la juste valeur d'un instrument de capital. Il convient d'adopter le point de vue d'un participant de marché en tenant compte des conditions et circonstances spécifiques pour établir la valeur de la dette devant être déduite. L'évaluation de la juste valeur repose sur le principe que l'investissement est vendu à la date d'évaluation. Dans la mesure où la définition de la juste valeur fait référence à la notion de prix de sortie, on peut supposer que la vente de l'investissement à la date d'évaluation entraînerait un changement de contrôle. Néanmoins, si la dette était remboursée à la suite d'un changement de contrôle, il convient d'examiner la manière dont un participant de marché devrait valoriser cette dette aux fins d'évaluer l'instrument de capital. En vue de déterminer la valeur de la dette devant être déduite, les approches possibles sont les suivantes :

- (a) 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 de changement de contrôle à la date d'évaluation) en tenant compte, dans la juste valeur des capitaux propres, de l'impact, le cas échéant, des conditions non liées au marché dont la dette est assortie et de l'incidence éventuelle sur la valeur de la clause de changement de contrôle à la date limite de sortie ; ou
- (b) Partir de l'hypothèse qu'un changement de contrôle a lieu à la date d'évaluation et que la valeur de la dette devant être déduite est, par conséquent, égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette.

Une autre question se pose si la dette est assortie de pénalités pour remboursement anticipé. En pareil cas, il convient de s'interroger sur le prix auquel les participants de marché effectueraient la transaction pour en maximiser la valeur. La pénalité pour remboursement anticipé serait prise en compte dans la valeur de la dette déduite en fonction de la probabilité que cette pénalité soit payée. Du point de vue du participant de marché, la valeur de la dette déduite peut, en fonction des conditions et circonstances, être ou non égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette. 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 serait évaluée et prise en compte dans la valeur de la dette déduite. Dans le cas où le remboursement de la dette ne serait pas exigé en cas de changement de contrôle, alors la valeur de la dette qui serait déduite de la valeur d'entreprise ajustée varierait en fonction des conditions favorables ou défavorables (comme le taux d'intérêt) de la dette.



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

chacun des instruments financiers afin de refléter leur juste valeur.

**2.5.** Compte tenu du degré d'incertitude inhérent à l'estimation de la juste valeur du capital-investissement, 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.

**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 normale<sup>5</sup>), alors les techniques d'évaluation qu'il convient d'utiliser pour estimer ultérieurement la juste valeur doivent être évaluées à l'aide des 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.** 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. Sélection de la technique d'évaluation appropriée

---

<sup>5</sup> Une transaction forcée (par exemple, une liquidation involontaire ou une vente en urgence) n'est pas considérée comme normale.



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

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

3.2 (ii) L'évaluateur doit utiliser une ou plusieurs des techniques d'évaluation suivantes, en prenant en compte les hypothèses des participants de marché quant à la manière de déterminer la valeur :

- A. Approche de marché
  - a. Prix d'un investissement récent (3.3)
  - b. Multiples (3.4)
  - c. Références d'évaluation sectorielles (3.5)
  - d. 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)

### 3.3. Prix d'un investissement récent

En vue d'estimer la valeur d'entreprise, l'évaluateur qui applique la technique d'évaluation du prix d'un investissement récent utilise le coût initial de l'investissement, hors coûts de transaction<sup>6</sup> ou, en cas d'investissement ultérieur, le prix auquel a été réalisé un nouvel investissement significatif dans la société, mais uniquement si ce prix est jugé représentatif de la juste valeur et seulement pendant une période limitée après la date de la transaction concernée. Pendant la période limitée qui suit la date de la transaction concernée, l'évaluateur doit dans tous les cas 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.

### 3.4. Multiples

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 ;
- (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) retrancher 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

<sup>6</sup> 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.



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

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.

### 3.5. Références d'évaluation sectorielles

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. Prix de marché disponibles

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) 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 pour les titres à la date d'évaluation.

### 3.7. Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'entreprise sous-jacente)

Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'entreprise sous-jacente) 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) retrancher 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



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

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)

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 participations dont les caractéristiques sont similaires à celles d'une dette.

### 3.9. Actif net

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

## 4. Évaluation de la participation dans un fonds

### 4.1. Principes généraux

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 :



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

- (i) si la participation dans le fonds fait l'objet d'échanges actifs, la juste valeur correspond au cours en résultant ;
- (ii) si la direction a décidé de céder la participation dans le fonds 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

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 du mécanisme des procédures mises en œuvre pour estimer la juste valeur, 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.

### 4.3. Transactions secondaires

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.



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

### Section II : Commentaires explicatifs – Évaluation de la juste valeur

#### 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'entreprise sous-jacente ou l'instrument est réalisé ou vendu à la date d'évaluation, avec une répartition appropriée entre les différentes participations, indépendamment du fait que l'entreprise sous-jacente soit préparée à la vente ou que ses détenteurs aient l'intention de la vendre dans un avenir proche.

1.5. Certains fonds investissent dans plusieurs titres ou tranches d'une même société de portefeuille. Si un participant au marché devait effectuer des transactions simultanées sur toutes les positions sur la même société sous-jacente détenue, 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 dans des instruments de dette étaient achetés indépendamment des instruments 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.

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.



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

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 réaliser une transaction). Les participants au marché tiennent compte de la liquidité ou de l'illiquidité (à savoir la fréquence des transactions), qui doit 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 technique d'évaluation sélectionnée, elle doit être appliquée 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.

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

### 2. Principes d'évaluation

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

En l'absence d'un 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 matière de capital-investissement, la réalisation de l'actif s'effectue généralement par la cession ou l'introduction en bourse de la totalité de l'entreprise sous-jacente, plutôt que par un transfert des parts des différents actionnaires. La valeur de l'entreprise dans son intégralité à la date d'évaluation (valeur d'entreprise) donne souvent une indication fondamentale sur la valeur des participations prises dans cette entreprise.<sup>7</sup>

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.

---

<sup>7</sup> Selon certaines interprétations, les normes comptables internationales imposeraient que l'unité de comptabilisation corresponde à une part unique (*single share*) d'une société non cotée (voir les précisions concernant les normes comptables et l'unité de comptabilisation figurant aux pages 8 à 11 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 reflèterait donc pas les hypothèses des participants de marché et ne serait pas représentative de la juste valeur.



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

**2.4. En général, pour le capital-investissement, 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 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) retrancher 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 cession de l'entreprise (par ex., le montant qui serait payé<sup>8</sup>) 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 entre les différents instruments financiers de la société en fonction de leur rang ;**
- (v) affecter les montants obtenus en fonction de la participation du fonds dans chacun des instruments financiers afin de refléter leur juste valeur.**

<sup>8</sup> Certains évaluateurs peuvent remettre en question le fait que la juste valeur de la dette ou sa valeur nominale soit déduite de la valeur d'entreprise ajustée pour estimer la juste valeur d'un instrument de capital. Il convient d'adopter le point de vue d'un participant de marché en tenant compte des conditions et circonstances spécifiques pour établir la valeur de la dette devant être déduite. L'évaluation de la juste valeur repose sur le principe que l'investissement est vendu à la date d'évaluation. Dans la mesure où la définition de la juste valeur fait référence à la notion de prix de sortie, on peut supposer que la vente de l'investissement à la date d'évaluation entraînerait un changement de contrôle. Néanmoins, si la dette était remboursée à la suite d'un changement de contrôle, il convient d'examiner la manière dont un participant de marché devrait valoriser cette dette aux fins d'évaluer l'instrument de capital. En vue de déterminer la valeur de la dette devant être déduite, les approches possibles sont les suivantes :

- (a) 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 de changement de contrôle à la date d'évaluation) en tenant compte, dans la juste valeur des capitaux propres, de l'impact, le cas échéant, des conditions non liées au marché dont la dette est assortie et de l'incidence éventuelle sur la valeur de la clause de changement de contrôle à la date limite de sortie ; ou
- (b) Partir de l'hypothèse qu'un changement de contrôle a lieu à la date d'évaluation et que la valeur de la dette devant être déduite est, par conséquent, égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette.

Une autre question se pose si la dette est assortie de pénalités pour remboursement anticipé. En pareil cas, il convient de s'interroger sur le prix auquel les participants de marché effectueraient la transaction pour en maximiser la valeur. La pénalité pour remboursement anticipé serait prise en compte dans la valeur de la dette déduite en fonction de la probabilité que cette pénalité soit payée. Du point de vue du participant de marché, la valeur de la dette déduite peut, en fonction des conditions et circonstances, être ou non égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette. 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 serait évaluée et prise en compte dans la valeur de la dette déduite. Dans le cas où le remboursement de la dette ne serait pas exigé en cas de changement de contrôle, alors la valeur de la dette qui serait déduite de la valeur d'entreprise ajustée varierait en fonction des conditions favorables ou défavorables (comme le taux d'intérêt) de la dette.



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

Il est important de souligner la nature subjective de l'évaluation du capital-investissement. Cette évaluation repose, par définition, sur des estimations et jugements prospectifs portant sur l'entreprise sous-jacente, 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 entreprise sous-jacente ou d'un investissement donné, ce n'est qu'au moment de la réalisation que la véritable performance sera finalement connue de manière certaine. L'évaluateur doit prendre connaissance des 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.

### 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 III 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 l'entreprise sous-jacente.

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.

Lorsque l'encours de la dette est retranché de la valeur d'entreprise pour évaluer la juste valeur des instruments de capital, il est nécessaire d'exercer un jugement afin d'obtenir l'assurance que la juste valeur de la dette représente le point de vue du participant au marché. Par exemple, si la dette doit être remboursée lors de la cession de l'entreprise sous-jacente, ce qui est fréquent pour une transaction de capital-investissement, alors un participant au marché qui effectue une



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

transaction dans son meilleur intérêt économique peut juger que la juste valeur de la dette est égale à la valeur au pair de la dette (ou au montant devant être remboursé) aux fins de la détermination de la juste valeur des capitaux propres. Dans le cas où la dette ne serait pas remboursée lors de la cession de l'entreprise, alors la juste valeur de la dette ne serait pas nécessairement égale à la valeur au pair de la dette.

Si la dette doit être remboursée à la suite d'un changement de contrôle, il convient d'examiner les approches possibles pour qu'un participant au marché valorise cette dette aux fins d'évaluer un instrument de capital :

- (a) 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 la juste valeur de la dette) ; ou
- (b) retenir une échéance à zéro jour en prenant pour hypothèse que le changement de contrôle a eu lieu (c'est-à-dire en supposant que le changement de contrôle intervient à la date d'évaluation et que la juste valeur de la dette est, par conséquent, égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette).

Comme indiqué précédemment, lorsque le point de vue du participant au marché est retenu, la juste valeur de la dette peut, en fonction des conditions et circonstances, être égale à la valeur nominale ou à la valeur au pair de la dette. Dans le cas où le remboursement de la dette ne serait pas exigé en cas de changement de contrôle, alors la juste valeur des capitaux propres varierait en fonction des conditions favorables ou défavorables (comme le taux d'intérêt) de la dette, ou en d'autres termes, la juste valeur de la dette reflétant les éléments favorables/défavorables serait retranchée de la valeur d'entreprise ajustée.

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

**2.5. Compte tenu du degré d'incertitude inhérent à l'estimation de la juste valeur du capital-investissement, 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 capital-investissement réalisent un investissement dans le but de soutenir la création et le développement de l'entreprise sous-jacente 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 ;



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

- 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.

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.

**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 normale<sup>9</sup>), alors les techniques d'évaluation qu'il convient d'utiliser pour estimer ultérieurement la juste valeur doivent être évaluées à l'aide des données de marché à la date à laquelle l'investissement a été effectué. Ce processus est appelé l'étalonnage. 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 lors des 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** : lors des dates d'évaluation ultérieures, les techniques d'évaluation étalonnées font appel à des données de marché actuelles reflétant les conditions de marché actuelles).

L'étalonnage est un outil puissant qui peut aider à appréhender l'impact du contrôle et de la

<sup>9</sup> Une transaction forcée (par exemple, une liquidation involontaire ou une vente en urgence) n'est pas considérée comme normale.



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

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. Lors des 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 évaluée. L'utilisation de données pour d'autres techniques d'évaluation requiert l'exercice de jugements similaires. Lors des dates d'évaluation ultérieures, l'évaluateur n'utilisera pas automatiquement 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.

Il est également possible d'utiliser cette notion 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 ces 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 lors des 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 précis.

### Backtesting

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.

**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* 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



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

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.



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

## 3. Méthodes d'évaluation

### 3.1. Principes généraux

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 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 l'entreprise sous-jacente 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 cotés faisant l'objet d'échanges de titres cotés sont présentées dans la section 3.9 ci-dessous.

En matière de capital-investissement, la réalisation de l'investissement s'effectue généralement par la cession ou l'introduction en Bourse de la totalité de l'entreprise sous-jacente, 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 dépendra 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 III.5.10.

**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.**

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



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

**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. Sélection de la technique d'évaluation appropriée

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

**3.2 (ii) L'évaluateur doit utiliser une ou plusieurs des techniques d'évaluation suivantes, en prenant en compte les hypothèses des participants au marché quant à la manière de déterminer la valeur :**

- A. Approche de marché**
  - a. Prix d'un investissement récent (3.3)**
  - b. Multiples (3.4)**
  - c. Références d'évaluation sectorielles (3.5)**
  - d. 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 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



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

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** : lors des dates d'évaluation ultérieure, les techniques d'évaluation étalonnées font appel à des données actualisées reflétant les conditions actuelles du marché. Voir également la section II 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 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, IFRS 13 (et 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'en utiliser plusieurs. Si plusieurs techniques sont utilisées pour déterminer la juste valeur, les résultats (c'est-à-dire les indications respectives de la juste valeur) doivent être évalués en tenant compte du fait que l'intervalle de valeurs qu'indiquent 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. »<sup>10</sup>

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.

Le tableau ci-dessous présente les techniques les plus largement utilisées

---

<sup>10</sup> 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

Technique d'évaluation	Approche
Prix d'un investissement récent	Approche de marché
Multiples	Approche de marché
Références d'évaluation sectorielles	Approche de marché
Prix de marché disponibles	Approche de marché
Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'entreprise sous-jacente)	Approche par le résultat
Actualisation des flux de trésorerie (d'un investissement)	Approche par le résultat
Actif net	Approche par le coût de remplacement

### 3.3. Prix d'un investissement récent

Lorsque l'investissement évalué a été lui-même effectué récemment, son coût peut constituer une bonne indication de la juste valeur. Lorsqu'il y a eu un investissement récent dans la société détenue, le prix de celui-ci fournit la base de l'évaluation.

#### *La validité du prix d'un investissement récent décroît au fil du temps*

La validité d'une évaluation résultant de cette méthode décroît inévitablement au fil du temps, puisque le prix auquel l'investissement a été réalisé reflète les effets des conditions qui existaient à la date à laquelle la transaction a eu lieu. Dans un environnement dynamique, cette technique d'évaluation sera de moins en moins appropriée pour estimer la valeur aux dates ultérieures, en raison de l'effet conjugué de l'évolution des conditions du marché, du passage du temps et d'autres facteurs.

La technique d'évaluation par le prix d'un investissement récent est généralement appropriée pour toutes les participations de capital-investissement, mais seulement pendant une période limitée après la date de la transaction concernée. Cette méthode est souvent appropriée pour évaluer les investissements d'amorçage et de démarrage ou les entreprises engagées dans une activité d'innovation et de découverte technologiques et scientifiques, en raison de la fréquence généralement assez élevée des tours de financement. En général, la juste valeur est indiquée par la valorisation *Post Money*.

La durée pendant laquelle cette technique d'évaluation reste appropriée dépend des circonstances spécifiques à l'investissement et du jugement de l'évaluateur.

Lorsque les conditions du marché sont stables et que l'entité ou l'environnement externe du marché n'évoluent que faiblement, cette durée est généralement plus longue qu'en période de forte évolution.

#### *Le contexte de la transaction doit également être pris en compte*

Lorsque le prix payé par un tiers pour investir est retenu comme fondement de l'évaluation, le contexte de la transaction doit en outre 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



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

investisseurs ;

- nouvel investisseur motivé par des considérations stratégiques ; ou
- transaction pouvant être considérée comme une vente forcée ou un « plan de sauvetage ».

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

Nonobstant ce qui précède, la juste valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation. 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.

**3.3. En vue d'estimer la valeur d'entreprise, l'évaluateur qui applique la technique d'évaluation du prix d'un investissement récent utilise le coût initial de l'investissement, hors coûts de transaction<sup>11</sup> ou, en cas d'investissement ultérieur, le prix auquel a été réalisé un nouvel investissement important dans la société, mais uniquement si ce prix est jugé représentatif de la juste valeur et seulement pendant une période limitée après la date de la transaction concernée. Pendant la période limitée qui suit la date de la transaction concernée, l'évaluateur doit dans tous les cas 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 est couramment utilisé pour les investissements en phase d'amorçage, de démarrage et de lancement*

La technique d'évaluation par le prix d'un investissement récent est couramment utilisée pour les phases d'amorçage, de démarrage et de lancement, en cas d'absence de bénéfices 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 consiste à retenir une technique d'évaluation fondée sur les données de marché, à savoir le prix d'un investissement récent. D'autres techniques d'évaluation peuvent également être applicables, si elles sont utilisées par les participants au marché.

*Analyse des références/milestones pour déterminer si la juste valeur a changé*

Si l'évaluateur considère que le prix d'un investissement récent, non ajusté (excepté en ce qui concerne les coûts de transaction – voir note de bas de page 10) n'est plus pertinent, et qu'il n'existe pas de sociétés ou de transactions comparables à partir desquelles déterminer la valeur, il peut être approprié de procéder à une évaluation approfondie fondée sur une analyse industrielle, une analyse sectorielle, une analyse de scénarios (voir section III 5.11) et/ou une analyse des *milestones*.

Dans ces circonstances, les 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. Lorsqu'il applique l'approche par les *milestones*, l'évaluateur tente de vérifier si le *milestone* et/ou la référence ont connu un changement qui

<sup>11</sup> 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.



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

indiquerait que la juste valeur de l'investissement a évolué. En fonction des conditions et circonstances, un échec dans l'atteinte d'une référence/du *milestone* peut être le signe d'une diminution de la valeur, alors qu'un dépassement de la référence/du *milestone* peut indiquer une augmentation de la valeur.

### *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 l'approche par les *milestones*, l'évaluateur tente d'évaluer s'il existe une indication de variation de la juste valeur en examinant les *milestones*. À cet effet, il est possible d'évaluer :

- si les résultats de la société détenue ont varié de manière significative par rapport aux prévisions budgétaires ou aux *milestones* ;
- si les prévisions concernant l'atteinte des *milestones* techniques ont évolué ;
- si le marché de la société détenue ou ses produits ou produits potentiels ont connu un changement important ;
- si l'économie mondiale ou l'environnement économique dans lequel la société détenue exerce ses activités ont connu un changement important ;
- si les résultats observables de sociétés comparables ou les évaluations implicites du



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

marché global ont connu un changement important ;

- s'il existe 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 au dernier prix d'un investissement récent. 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 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 positives que lorsqu'elles contribuent à accroître la valeur de l'entreprise sous-jacente 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 technique 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.

## 3.4. Multiples

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 l'entreprise évaluée en vue d'en déterminer la valeur.

Cette technique d'évaluation est en général appropriée pour un investissement dans une entreprise bien implantée 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 prévu comme base de l'évaluation.



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

**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 ;**
- (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) retrancher 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.**

Des indications sur l'interprétation des termes soulignés sont fournies ci-dessous.

### 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 l'entreprise évaluée.

#### *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), la VE/EBIT (Valeur d'entreprise/*earnings before interest and tax*, agrégat proche du résultat d'exploitation) et la VE/EBITDA (Valeur d'entreprise/*earnings before interest, tax and depreciation and amortisation*, agrégat proche de l'excédent brut d'exploitation). Le multiple retenu doit être adapté à l'entreprise évaluée et conforme aux hypothèses des participants au marché.

En général, l'importance de la structuration du financement en matière de capital-investissement justifie l'utilisation des multiples pour déterminer la valeur d'entreprise de la société sous-jacente. Les multiples de l'EBITDA sont communément utilisés lorsqu'ils sont disponibles.

Dans le cas contraire, 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.



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

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 des résultats liés au financement de l'acquisition 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, un niveau prévisionnel de chiffre d'affaires ou d'appliquer une marge « durable » au chiffre d'affaires actuel ou prévu.

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.

### **Multiple raisonnable**

#### *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 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. Bien que 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 évaluée 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.



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

### *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 suffisamment preuve 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 évaluée. 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 évaluée, 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, sa structure de capital et la capacité du fonds détenant l'investissement à mettre en œuvre des changements dans la société.

### *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'une société non cotée, 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 ;



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

- 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*

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 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 de résultats durables, il est important que l'évaluateur obtienne l'assurance que les chiffres des résultats sont fiables. Bien que cet élément puisse inciter



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

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 chiffres de résultats dont dispose l'évaluateur.

Comme indiqué précédemment, afin de pouvoir appliquer un multiple de résultats durables, il est important que l'évaluateur obtienne l'assurance que les chiffres des résultats sont fiables. 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 chiffres de résultats dont dispose l'évaluateur.

En définitive, bien que ce sujet relève du jugement de l'évaluateur, il convient d'utiliser le point de vue du participant au marché en retenant soit les résultats historiques, soit les résultats 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.

### 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, mais que la rentabilité normale des entreprises du secteur ne varie que très peu.

### 3.6. Investissements cotés



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

Les fonds de capital-investissement peuvent détenir des instruments cotés pour lesquels un prix de marché est disponible.

**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.**

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 ont simultanément deux prix de marché : 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 de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur.

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) 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 des titres en question. 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.

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.



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

Un 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 risque supplémentaire 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.

### 3.7. Actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'entreprise sous-jacente)

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 l'entreprise sous-jacente 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 opérations de capital-investissement qui ne pourraient pas être évaluées 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 d'évaluation par les 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.

Si 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 réalisées dans le cadre du capital-investissement, 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.

**3.7. Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie ou des résultats (de l'entreprise sous-jacente) 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,**



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

**pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;**

**(iii) retrancher 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)

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 toutes les opérations de capital-investissement. Elle est particulièrement adaptée à l'évaluation des investissements autres qu'en capital, comme les 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 l'entreprise sous-jacente.

Toutefois, dans la mesure où cette technique d'évaluation fait appel, de par sa nature même, à des jugements subjectifs importants, et qu'il est en général possible d'utiliser des techniques fondées sur le marché, l'évaluateur doit se montrer prudent lorsqu'il utilise cette seule technique pour estimer la juste valeur des investissements qui comportent une participation en capital.

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 toutes les opérations de capital-investissement. 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 capitaux propres, il n'en demeure pas moins nécessaire d'estimer la « valeur terminale ».

Lorsque l'investissement comprend un titre de capital ou un ensemble de titres de capital et d'autres titres financiers (titres de créance), la valeur terminale est habituellement déterminée à partir de la valeur attendue de l'entreprise sous-jacente 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 et au marché boursier, ainsi que d'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 l'évaluation. 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.

Dans les cas où il n'est pas possible de prévoir la réalisation, la valeur terminale peut être fondée



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

sur l'hypothèse de flux de trésorerie à l'infini attribuables au détenteur de l'investissement. Ces cas (qui sont en principe rares dans le domaine du capital-investissement) peuvent survenir lorsque le fonds n'a qu'une influence limitée sur le calendrier de la réalisation et/ou que les actionnaires qui peuvent influencer sur ce calendrier ne cherchent pas à réaliser leur investissement.

### *Réalisation imminente et accord sur le prix*

Lorsque la réalisation d'un investissement ou l'introduction en bourse de l'entreprise sous-jacente 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).

**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 dont les caractéristiques sont similaires à celles d'une dette.**

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 l'entreprise sous-jacente 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 l'entreprise sous-jacente et les sociétés comparables sélectionnées. Le rendement implicite initial et les hypothèses de départ peuvent ensuite être ajustés pour tenir compte des évolutions touchant l'entreprise sous-jacente et le marché, intervenues entre la date de la transaction et chaque date d'évaluation ultérieure.

### **3.9. Actif net**

Cette technique d'évaluation consiste à déterminer la valeur d'une entreprise à partir de la valeur de son actif net.

Cette technique d'évaluation est généralement appropriée aux entreprises dont la valeur est essentiellement liée à la juste valeur sous-jacente de leurs actifs plutôt qu'à leurs résultats ; c'est ainsi le cas des sociétés immobilières et des 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 capital-investissement, cette technique peut donc être appropriée, dans certaines circonstances, pour évaluer les investissements dans des sociétés en pertes ou qui ne dégagent que peu de bénéfices.



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

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

## 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, la juste valeur correspond au cours en résultant ;**
- (ii) si la direction a décidé de céder la participation dans le fonds 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 capital-investissement 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.<sup>12</sup> (Remarque :

<sup>12</sup> L'ASC Topic 820 (820-10-15-4 & 820-10-35-59 à 62) du 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



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

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).

La juste valeur de la participation dans un fonds équivaut fondamentalement à la somme de la 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 VL. Par conséquent, la VL, lorsqu'elle est calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents et qu'elle est 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 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.

Seul l'investisseur du fonds peut s'appuyer sur la VL communiquée par le gestionnaire du fonds détenu pour déterminer la juste valeur de la participation dans le fonds, dans la mesure où l'investisseur dispose des éléments prouvant que la VL communiquée a bien été calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents dans le cadre d'un processus solide. Les *due diligence* initiales, l'exercice d'une surveillance constante, l'examen du reporting financier et de la gouvernance du fonds détenu 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 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 soit calculée à partir de la juste valeur des investissements du fonds sous-jacent, elle-même déterminée en appliquant strictement les principes de juste valeur et les présentes lignes directrices d'évaluation.

### 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 du mécanisme des procédures mises en œuvre pour estimer la juste valeur, 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 :

---

la définition de l'ASC Topic 946) et les investissements sous-jacents sont présentés 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.



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

- 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 ;
- 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*) ;
- tout élément dans l'accord du fonds susceptible d'influer sur les distributions, mais non pris en compte dans la VL ;
- évaluations sensiblement différentes des *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 capital-investissement 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.



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

### 4.4. Actualisation des flux de trésorerie

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 le 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 devrait rarement être utilisée.



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

## Section III : Modalités d'application

### Introduction

La section II présente les lignes directrices d'évaluation et principes qui correspondent aux bonnes pratiques en matière d'évaluation du capital-investissement et du capital-risque. La présente section (section III) expose les modalités d'application de ces principes et techniques pour des cas spécifiques.

## 5. Aspects spécifiques

### 5.1. Tours de financement internes

Le prix pratiqué dans le cadre d'un tour de financement peut constituer une indication claire de la juste valeur à cette date. Lorsqu'il utilise la technique d'évaluation par le prix d'un investissement récent, 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 l'entreprise sous-jacente 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 d'une 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 réduire le nombre d'actions (regroupement d'actions) ou même l'annulation de toutes les actions en circulation avant une augmentation de capital.

### 5.2. 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 l'actif concerné 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.

### 5.3. Instruments de rang supérieur

Nombre de structures d'acquisition comprennent une dette contractée auprès de tiers qui bénéficie d'un rang plus élevé que la participation du fonds et qui est retranchée de la valeur d'entreprise ajustée afin d'estimer la valeur d'entreprise attribuable.

Pour certaines transactions, cette dette fait l'objet d'échanges actifs et peut être acquise sur le marché par la société détenue ou par le fonds à un prix décoté par rapport à la valeur au pair.

En vue de calculer la valeur d'entreprise attribuable, l'évaluateur doit retrancher de la valeur d'entreprise le montant devant être remboursé pour régler la dette à la date d'évaluation. Il s'agit habituellement de la valeur au pair puisque la dette est généralement remboursable au moment de la cession de la société détenue et que la valeur d'entreprise est estimée sur la base d'une cession à la date d'évaluation, dans la mesure où c'est ainsi que le processus de réalisation est appréhendé par les participants au marché dans le secteur du capital-investissement.

Lorsque la dette doit être remboursée lors de la cession de l'entreprise sous-jacente, alors un participant au marché peut juger que la juste valeur de la dette est égale à la valeur au pair de la dette (ou au montant devant être remboursé) aux fins de la détermination de la juste valeur des capitaux propres. Il convient de noter toutefois que, si la dette est un investissement indépendant, un participant au marché prendra en compte le risque, le coupon, le temps restant jusqu'au remboursement et les autres conditions du marché pour déterminer la juste valeur de l'instrument de dette, qui n'est généralement **pas** être égale à la valeur au pair (voir point 5.5 ci-dessous).

Lorsque la dette se négocie avec une décote par rapport au pair, ce montant décoté est normalement retranché de la valeur d'entreprise jusqu'à ce que la société détenue ou le fonds acquière cette dette sur le marché à cette valeur, avec l'intention d'annuler la dette plutôt de chercher à la rembourser au pair.

### 5.4. Prêt relais

Les fonds, ou les véhicules liés, peuvent consentir des prêts à une entreprise sous-jacente 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



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

financement complémentaire.

S'il s'agit d'un premier investissement et que le fonds ne détient aucune autre participation dans l'entreprise sous-jacente, 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. Prêts mezzanine

Les prêts mezzanine constituent l'une des sources de financement des investissements par emprunt communément utilisées. Ces prêts, qui ont en général un rang inférieur à la dette senior mais supérieur aux prêts consentis par les actionnaires ou aux capitaux propres, sont assortis d'un taux d'intérêt adapté au niveau de risque supporté par le prêteur et peuvent avoir d'autres caractéristiques qui en augmentent la valeur, comme les *warrants*.

Ces prêts sont souvent consentis par des tiers autres que les apporteurs de capital et peuvent, de ce fait, constituer le seul instrument détenu par le fonds dans l'entreprise sous-jacente. En pareil cas, le prêt mezzanine doit être évalué séparément. Le prix auquel le prêt mezzanine a été consenti représente un indicateur fiable de la juste valeur à cette date.

L'évaluateur doit apprécier s'il existe des indications de dégradation de la valeur de l'entreprise sous-jacente donnant à penser que le prêt ne sera pas recouvré dans son intégralité. L'évaluateur doit également apprécier s'il existe des indications de changement du rendement requis qui laissent penser que la valeur du prêt a changé.

En général, les détenteurs de prêts mezzanine n'ont que rarement la possibilité de négocier ces prêts sur le marché. Il existe des organismes qui fournissent régulièrement des prix cotés sur ce type de prêts, 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 pour déterminer la juste valeur s'il a pris connaissance de la manière dont la cotation (ou le prix) fournie par un tiers a été déterminée et s'est assuré qu'elle a été établie à une date proche de l'évaluation et peut être appliquée. L'évaluateur doit prendre connaissance de la source d'informations, des données et hypothèses utilisées et du caractère contraignant ou non de la cotation.

Dans la mesure où il est possible de prévoir les flux de trésorerie liés à un prêt mezzanine avec un degré de certitude raisonnable, ces prêts sont généralement évalués 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 l'entreprise sous-jacente et appliquer à cette valorisation le pourcentage de participation auquel l'exercice des *warrants* donnera droit.



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

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 le prêt mezzanine est l'un des investissements détenus par le fonds dans l'entreprise sous-jacente, alors ce prêt 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. Selon les conditions et circonstances des investissements détenus par le fonds, la juste valeur d'un prêt mezzanine peut être égale à la valeur au pair du prêt, si celui-ci doit être remboursé en cas de changement de contrôle.

### 5.6. Intérêts d'emprunt capitalisés

De nombreux instruments financiers couramment utilisés en capital-investissement capitalisent les intérêts, ceux-ci n'étant perçus qu'au moment du remboursement 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 du titre de manière à ce que le taux de rendement de l'instrument soit constant.

### 5.7. Offres indicatives

Les offres indicatives concernant l'entreprise sous-jacente 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 l'entreprise sous-jacente ainsi que pour d'autres cas, notamment les indications de prix pour un refinancement de dettes 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, de prendre pied dans la société, etc.) ou bien 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 position 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



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

pas des renseignements assez fiables pour être utilisées seules.

### 5.8. Incidence de la structuration

La structuration du capital-investissement 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 l'entreprise sous-jacente.

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



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

La mise en place d'une contrepartie complémentaire (*contingent consideration*) dépendante d'événements futurs est de plus en plus utilisée comme stratégie de sortie d'un investissement. La vente d'une entreprise sous-jacente 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 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 du capital-investissement ou du capital-risque, la cession d'un investissement assortie d'une éventuelle contrepartie future est contractuelle et répond aux critères d'un instrument financier. Autrement dit, un droit contractuel existe. 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 ; un droit de propriété existe et les flux de trésorerie futurs résultant de celui-ci 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



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

éventuels.

### 5.10. Investissements ne donnant pas le contrôle

Comme indiqué dans la ligne directrice 2.4, la valeur d'entreprise de la société du portefeuille constitue en général le point de départ de l'évaluation de la juste valeur. En effet, les 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.<sup>13</sup>

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 une 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 une 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 capital-investissement. 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 (*Probability-Weighted Expected Returns Method* ou

---

<sup>13</sup> Pour 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

méthode des scénarios probabilisés) 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 (avant l'obtention d'un chiffre d'affaires/de résultats) 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 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 (*sum of the parts*)

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 l'entreprise sous-jacente 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.



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

## 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).

### 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 n'est pas suffisant pour absorber la quantité détenue par le fonds. Les US GAAP et les normes IFRS n'autorisent pas les décotes pour bloc de titres.

### Entreprise

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

### Entreprise sous-jacente

L'entreprise sous-jacente désigne les entités opérationnelles dans lesquelles le fonds a investi, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un certain nombre de sociétés holdings dédiées.

### 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 ou fonds de capital-investissement

Fonds ou fonds de capital-investissement 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 à différents stades de leur existence, depuis le démarrage jusqu'à des opérations de rachat d'envergure, notamment ceux détenus par des sociétés, des *limited partnerships* et d'autres véhicules d'investissement.

### 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 capital-investissement sous-jacents.

### Investissement

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



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

### 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.

### Investissement faisant l'objet d'échanges de titres cotés

Instrument financier négocié sur un marché 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 réaliser une transaction 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.

### 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



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

toutefois y être forcés ou obligés de quelque autre façon.

### Réalisation

La réalisation désigne la vente, le rachat ou le 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.

### Société détenue

L'expression société détenue désigne une entreprise seule ou un groupe d'entreprises dans lequel un fonds a directement investi.

### 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 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 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

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 marché pour évaluer le niveau de regroupement ou de ventilation. À titre d'illustration, lorsque les modalités d'application comptables sont sujettes à interprétation, si un participant au marché acquiert une participation dans une société non cotée, sans s'attacher aux parts prises isolément, l'unité de comptabilisation correspond 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 au marché, notamment les actifs et passifs excédentaires, les passifs éventuels et d'autres facteurs pertinents.



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

### **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-jacente et des autres actifs et passifs.

### **Valorisation Post Money**

Valeur d'une entreprise une fois l'investissement effectué. La valorisation *post money* implicite est calculée comme étant le montant en valeur monétaire d'un investissement divisé par la participation en capital prise dans un investissement.



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

**Associations      ayant endossé les lignes directrices d'évaluation de l'IPEV**

Laissé intentionnellement en blanc