

2018  
2019

# L'audit de la valorisation d'entreprise en Private Equity

COMMENT S'ASSURER DE LA JUSTE VALEUR DES ACTIFS  
FINANCIERS D'ENTREPRISES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT ?

YANN KOCON

MEMOIRE DE FIN D'ETUDES EN VUE DE L'OBTENTION DU :  
MASTER II AUDIT FINANCIER ET OPERATIONNEL

DIRECTEUR DE MEMOIRE : MATHIEU DISS, SENIOR MANAGER, EY STRASBOURG

MAITRE DE STAGE : IOHAN DESSARD, SENIOR AUDITOR, EY LUXEMBOURG

SOUTENU LE 5 JUILLET 2019





## TABLE DES MATIÈRES

Remerciements .....	4
Introduction.....	5
I. L'objectif de l'actualisation de la juste valeur des investissements.....	8
A. L'origine du Private Equity .....	8
B. Le capital-investissement moderne .....	9
C. Entreprises visées.....	10
D. La mise en conformité avec les principes comptables établis par les IFRS .....	12
E. Le choix des investissements .....	12
F. L'information des investisseurs.....	13
G. Différences de valorisation .....	14
H. Le versement de dividendes .....	15
II. Les méthodes de valorisation .....	16
A. La valorisation au coût historique .....	16
B. Les multiples.....	17
1. L'EV/EBITDA .....	17
2. Le Price to Earnings ratio .....	18
3. Le multiple de chiffre d'affaires.....	19
4. Le Price to Book ratio.....	20
5. La détermination contractuelle du multiple de sortie .....	21
C. Les transactions.....	22
1. Les transactions au niveau de l'entité .....	22
2. Les transactions récentes d'entreprises privées .....	23
3. Les entreprises cotées .....	24
D. La méthode des Discounted Cash Flows .....	25

E.	La somme des Parts.....	27
F.	Le cas des emprunts garantis .....	28
III.	Les risques liés a la détermination de la fair value .....	30
A.	Le choix de méthodes.....	30
1.	Détermination de la méthode à appliquer.....	30
2.	Le changement de méthode.....	31
3.	La prise en compte des compétences internes .....	31
B.	Les bases de calculs .....	32
1.	La confrontation des multiples utilisés.....	32
2.	Détermination des agrégats .....	35
3.	L'impact du taux de change.....	36
C.	Le caractère probant des informations.....	37
1.	Les comptes audites .....	37
2.	Les management accounts .....	37
3.	La prise en compte des retraitements.....	38
4.	L'erreur .....	39
5.	La preuve de la détention.....	41
6.	Les garanties en cas de défaut de paiement d'un emprunt.....	42
D.	L'impact des erreurs de valorisation dans l'opinion d'audit.....	43
A.	Détermination de la matérialité .....	43
B.	La prise en compte des ajustements par le client .....	44
C.	L'opinion finale .....	45
	Conclusion .....	46
	Bibliographie .....	48
	Ouvrages .....	48
	Articles .....	48

Ressources en ligne.....	48
Sources réglementaires .....	49

NB : Les exemples d'entreprises mentionnées dans ce mémoire sont purement fictifs. Toute ressemblance avec une entreprise réelle est purement fortuite.

## REMERCIEMENTS

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce au soutien de plusieurs personnes auxquelles je voudrais témoigner ma gratitude.

Je souhaite tout d'abord remercier Monsieur Matthieu Diss, Senior Manager chez EY Strasbourg et intervenant à l'EM Strasbourg, pour ses précieux conseils et sa disponibilité lors de la rédaction de ce mémoire.

Je tiens également à remercier Monsieur Stanislas de Kerdrel, Senior Manager chez EY Luxembourg, pour la complexité des missions confiées lors de mon stage de fin d'études. La confiance qu'il m'a témoignée m'a permis de découvrir la valorisation d'entreprise et sa pédagogie a facilité ma compréhension des mécanismes de l'audit de la valorisation d'entreprise.

A Yassine Bellamine, Iohan Dessard, Regina Abich et Marzena Fillon, Senior Auditors au cabinet EY Luxembourg, je transmets mes remerciements les plus sincères. Leurs disponibilités, leurs savoirs et leurs compétences, qu'ils ont activement partagés avec moi, ont fait de ce stage une expérience non seulement enrichissante d'un point de vue professionnel mais également d'un point de vue humain.

Par ailleurs, j'adresse mes remerciements à Madame Géraldine Broye et toute l'équipe pédagogique et administrative de l'EM Strasbourg pour leur aide dans l'obtention de mon stage ainsi que dans la préparation du mémoire.

Enfin, je tiens à remercier mes camarades Ludovic, Bianca et Zakaria, ainsi que Camille Fournaise et Sylvain Grosrey pour leur soutien lors de l'obtention de ce stage et dans la réalisation de ce mémoire.

## INTRODUCTION

« Super Return ». Le nom de la grand-messe annuelle du *Private Equity* qui a réuni fin février 2019 à Berlin les plus gros acteurs du secteur ne nécessitera pas de traduction. Il est également très représentatif de l'objectif principal des fonds de capital-investissement : la maximisation du profit obtenu dans leurs investissements.

Cet évènement fut l'occasion pour l'industrie de mesurer son développement et constater son importance : selon les dirigeants du secteur, le *Private Equity* se place comme un concurrent sérieux aux marchés boursiers<sup>1</sup>. Acteur majeur de la finance depuis de nombreuses années, il reste cependant méconnu du grand public.

Le *Private Equity*, ou capital-investissement en français, consiste à investir dans le capital d'entreprises majoritairement non cotées sur les marchés boursiers. Ces fonds financent le lancement, le développement et la transmission de ces entreprises dont ils espèrent la croissance rapide pour augmenter la valeur de leurs actions, et ainsi obtenir un confortable retour sur investissement. Avec l'accroissement constant du nombre de start-ups, le manque d'attractivité de petites entreprises cotées pour les investisseurs et le développement technologique, la demande en capital pour financer l'activité est forte. Les fonds de *Private Equity* investissent massivement dans les capitaux propres de ces entreprises pour soutenir leur effort de développement.

Ces apports en capitaux se font principalement sur des durées limitées, généralement de trois à sept ans. Cette tendance reste majoritaire bien qu'en légère évolution, du fait des difficultés de certaines entreprises à commercialiser leurs produits rapidement sur les marchés. Les fonds se voient donc parfois contraints de détenir leurs investissements sur une durée supérieure pour laisser à l'entreprise le temps d'atteindre une maturité suffisante (et ainsi une valeur de marché élevée pour maximiser le prix de revente).

- 
- <sup>1</sup> DRIFF,A. , "Le « private equity » mondial prêt à détrôner la Bourse", Les Echos, Mars 2019,<https://www.lesechos.fr/finance-marches/ma/le-private-equity-mondial-pret-a-detroner-la-bourse-995394>

Actuellement, le volume des transactions en PE est en train de retrouver des niveaux supérieurs à ceux atteints au moment de la crise financière de 2007, traduisant sa bonne forme. Les investisseurs sont attirés par des rendements avantageux mais souvent moins risqués que ceux des marchés boursiers.

La chute constatée des transactions dans la continuité de la dernière crise des *subprimes* et de la zone euro attire cependant notre attention sur les risques de ce type de fonds d'investissement. En effet, le calcul de leur valeur reste très théorique et est sujet aux fluctuations du marché.

Aussi, à l'instar de la bourse, la valeur d'une entreprise privée peut varier en cas de perturbations des marchés financiers. Ainsi, une valorisation précise d'un investissement se devra de prendre en compte le contexte économique global au moment de son évaluation.

Les montants gérés par les fonds, qui se chiffrent parfois en milliards d'euros, donnent en effet aux investisseurs un sentiment de confiance. Mais comme les crises financières modernes nous l'ont prouvé, même de grandes institutions peuvent céder. Peu d'analystes auraient imaginé au début des années 2000 la possibilité d'une défaillance d'une banque aussi réputée que Lehman Brothers.

A l'échelle du *Private Equity*, l'un des exemples récents le plus frappant est probablement le sort de l'Abraaj Group. Fondé en 2002, ce fonds de *Private Equity* basé à Dubaï était il y a peu en possession d'un portfolio d'actifs dont l'évaluation était supérieure à 13 milliards de dollars, répartis sur la quasi-totalité du globe. Il pouvait se targuer d'attirer de investisseurs tels que la Fondation Bill & Melinda Gates ou la Banque Mondiale, par sa branche the International Finance Corporation<sup>2</sup>.

Aujourd'hui dans l'incapacité de payer ses dettes, le groupe a été placé en liquidation judiciaire. Les experts estiment d'ailleurs que l'actif restant à liquider ne sera en aucun cas en mesure de compenser les dettes de l'entité.

---

<sup>2</sup> KERR,S. ,SENDER,H., "Private Equity, Inside the fall of Abraaj", Financial Times,2018, <https://www.nytimes.com/2018/02/02/business/abraaj-naqvi-world-bank.html>



Cette chute brutale vient nous rappeler l'importance d'audit des fonds de capital-investissement, mais aussi leur relative fragilité en cas de crise économique, de malversations ou simplement de perte de confiance des actionnaires.

Afin d'éviter les dérives et de garantir aux investisseurs une information financière de qualité, l'auditeur va devoir s'assurer que ces fonds de *Private Equity*, dont les résultats dérivent directement de la valorisation de leurs actifs financiers, soient correctement évalués.

L'audit de la valorisation d'entreprise va donc se distinguer d'un audit comptable habituel par ses spécificités techniques, notamment la maîtrise des outils et méthodes financières. S'il suffit pour la valorisation d'investissements cotés de prendre en compte leur valeur de marché, l'évaluation d'entités privées nécessitera une juste compréhension et application des méthodes de valorisation, alliées à une bonne connaissance des marchés et de leurs particularités.

La complexité et la singularité de ce type d'audit ont ainsi attiré notre attention sur le thème. Au cours des recherches effectuées, nous avons donc été confrontés à la problématique suivante :

### **COMMENT S'ASSURER DE LA JUSTE VALEUR DES ACTIFS FINANCIERS D'ENTREPRISES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT ?**

En vue d'établir des éléments de réponse, il nous faudra tout d'abord nous intéresser à l'évolution du *Private Equity* et aux parties prenantes impactées par l'évaluation à la juste valeur d'un investissement.

Nous nous focaliserons ensuite sur les différentes méthodes de valorisation, leurs spécificités techniques et l'influence de celles-ci. Bien que non exhaustive, l'étude évoquera les stratégies les plus communément utilisées dans l'optique de la détermination de la juste valeur d'une entreprise.

Enfin, nous porterons notre attention sur les points sensibles susceptibles d'avoir un impact significatif sur la détermination de la juste valeur. Cette partie aura pour objectif d'aborder la valorisation d'un point de vue de l'auditeur, d'en décrire les techniques et d'anticiper les risques liés à l'application des différentes méthodes.

## I. L'OBJECTIF DE L'ACTUALISATION DE LA JUSTE VALEUR DES INVESTISSEMENTS

Afin de situer le contexte de la valorisation d'entreprise en capital investissement, nous allons analyser l'évolution historique du secteur. Cette étude sera complétée par une définition des entités visées et du référentiel comptable applicable. Par souci de précision, nous évoquerons par ailleurs les parties prenantes impactées par la détermination de la juste valeur des actifs financiers.

### A. L'ORIGINE DU PRIVATE EQUITY

La relative anonymité du *Private Equity* est trompeuse. Son apparition est estimée au 18<sup>ème</sup> siècle, où il a permis de financer l'expansion des empires coloniaux français et britannique, mais aussi la révolution industrielle<sup>3</sup>.

Initialement réservé aux banques d'affaires et aux investisseurs individuels fortunés, il se démocratise au début des années 1900. Déjà, les noms de Rockefeller, JP Morgan ou Vanderbilt se font connaître sur le marché. Plus d'un siècle plus tard, ceux-ci font toujours partie de l'actualité.

Après la Seconde Guerre mondiale, la période de forte croissance des Trente Glorieuses va elle aussi aider l'expansion du capital-investissement. Le développement technologique post-conflit et l'utilisation intensive de l'appareil de production nécessite en effet un besoin en financement fort, que les fonds s'empressent de financer.

L'apparition vers la fin des années 90 des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication va elle aussi être source d'opportunités pour les fonds de *PE*. A cette période, certains des leaders du marché tels que Carlyle, Blackstone ou Bain avaient déjà près d'une dizaine d'années d'existence...

Ainsi, s'il peine à se faire connaître aux yeux du grand public, le *Private Equity* jouit une existence plus que centenaire. Sa relative anonymité peut cependant s'expliquer par son

---

<sup>3</sup> BOUTEILLIER, C., KARYOTIS, C., L'essentiel du Private Equity. *Gualino*, 2018.

aspect élitiste, celui-ci ne laissant quasiment aucune place aux investisseurs disposant de capitaux limités.

## B. LE CAPITAL-INVESTISSEMENT MODERNE

Actuellement, l'industrie du Private Equity reste très développée et a su se relancer à la suite des crises financières survenues vers la fin des années 2000. Le secteur reste très actif et la concurrence forte.



4

Cette forte rivalité sur entre les fonds d'investissement a pour conséquence une hausse des prix du marché. Comme nous le verrons dans l'étude des multiples, l'augmentation du montant des transactions va impacter l'évaluation de la valeur des investissements des fonds de Private Equity.

<sup>4</sup> Source : FRANCE INVEST, GRANT THORNTON, "Activité des acteurs français du capital-investissement », 30<sup>ème</sup> Edition, Mars 2019, dernière étude disponible sur <http://www.franceinvest.eu/fr/Investisseurs-institutionnels/Les-etudes-cles.html> , page 7

L'étude du graphique ci-dessus, qui reprend les données du marché français, nous permet également de prendre conscience de l'impact des crises financières sur la valorisation d'entreprise. En effet, nous constatons que les transactions dans le secteur ont fortement diminué lors des récentes crises.

La logique derrière cette diminution est la même que celle de la hausse actuelle du marché. Dans ces périodes d'incertitude, les fonds sont plus frileux, l'économie fonctionne au ralenti et les investissements sont reportés.

Ainsi, en corrélation avec le marché où la concurrence est moindre, la valorisation des entreprises baisse. Pour éviter de constater de trop grosses pertes ou un rendement faible, les fonds rechignent souvent à vendre leurs actifs, en espérant des jours meilleurs. Ils se voient cependant parfois contraints de vendre pour faire face à leurs échéances.

S'il leur sera peut-être difficile de récupérer la totalité des capitaux investis, une reprise de confiance des acteurs du secteur et un retour à la normale de l'économie seront en mesure de limiter les pertes subies.

### C. ENTREPRISES VISEES

Si leurs formes peuvent varier, il existe trois principaux types de fonds de capital investissement en France. Le premier est le fonds commun de placement à risque (FCPR). Défini à l'article L.214-28 et suivants du Code Monétaire et Financier (CMF)<sup>5</sup>, il regroupe des véhicules qui investissent dans des entreprises non cotées en bourse avec pour objectif une détention supérieure à 50% du capital.

Les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation, L.214-30 CMF) privilégient quant à eux des investissements dans le développement de sociétés privées innovantes (à hauteur de 60% du capital). Ceux-ci diffèrent des fonds d'investissement de proximité (FIP, L.214-31 CMF), qui comme leur nom l'indique, focalisent leurs investissements dans des entreprises du tissu économique régional.

---

<sup>5</sup> <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026>

Il existe également des fonds spécifiques réservés aux professionnels, qui bénéficient de règles d'investissements allégées et des fonds de fonds (FCPR Nourriciers), dont le but est uniquement de détenir d'autres fonds de *Private Equity*.

Ces fonds sont très encadrés et font l'objet d'un contrôle par l'Autorité des Marchés Financiers, auprès de laquelle ils doivent être déclarés. Ils sont ainsi soumis à des « contraintes réglementaires et/ou fiscales <sup>6</sup>» qui vont impacter leur décision d'investissement. Cependant, ce contrôle est souvent moindre que celui d'entités cotées en bourse, du fait de la relative absence d'investisseurs non professionnels.

C'est notamment le règlement n°2014-01 du 14 janvier 2014<sup>7</sup>, relatif au « plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable » qui va venir réguler les fonds en France. Celui-ci établit les normes comptables applicables et les méthodes à utiliser dans la rédaction de leurs états financiers.

Comme mentionné précédemment, ces fonds sont principalement financés par des investisseurs professionnels. En effet, les fonds de *Private Equity* requièrent un investissement de départ très souvent élevé, qui est généralement complété par des souscriptions en capital (*capital calls*) pendant la durée de vie du fonds. Ces apports en capitaux permettent de financer les nouveaux investissements, mais aussi de financer l'activité quotidienne du fonds (charges de personnels, prestations de services, ...)

Ainsi, l'actionnaire d'un fonds de capital investissement va très souvent devoir laisser ses fonds à disposition de l'entreprise, et ce pour une durée relativement longue. Il se pourra d'ailleurs que le fonds soit liquidé dès la sortie de l'investissement, leur durée de vie étant généralement liée à la période d'investissement.

---

<sup>6</sup> PWC, Memento Fusions & Acquisition 2019, *Editions Francis Lefebvre*, 2018, p120.

<sup>7</sup> AUTORITE DES NORMES COMPTABLES, Règlement N° 2014-01 du 14 janvier 2014 Relatif au plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable. *Journal Officiel*, 2014.

## D. LA MISE EN CONFORMITE AVEC LES PRINCIPES COMPTABLES ETABLIS PAR LES IFRS

Les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) exigent que les actifs financiers d'une entreprise soient évalués à leur juste valeur. C'est notamment la norme IFRS 13, qui vient définir l'obligation de définir la *fair value* des investissements, notamment ceux détenus par un fonds de *Private Equity*. La définition est la suivante :

*« La juste valeur est une mesure fondée sur le marché et non une mesure spécifique à l'entité. Pour certains actifs et certains passifs, il existe des transactions observables sur le marché ou des informations de marché. Pour d'autres, il n'en existe pas. Toutefois, dans les deux cas, l'évaluation de la juste valeur vise le même objectif : estimer le prix auquel une transaction normale visant la vente d'un actif ou le transfert d'un passif serait conclue entre des participants de marché à la date d'évaluation dans les conditions actuelles du marché (c'est-à-dire une valeur de sortie à la date d'évaluation, du point de vue d'un participant de marché qui détient l'actif ou doit le passif). »<sup>8</sup>*

Ainsi, les actifs financiers d'un fonds de capital-investissement vont devoir être réévalués à la fin de chaque exercice comptable pour s'assurer de la prise en compte de leur juste valeur. Celle-ci pourra être revue à la hausse si l'investissement est profitable, mais aussi à la baisse en cas de chute du marché ou de mauvaise performance économique de l'entreprise.

La norme IFRS 9 « Instruments Financiers », amenée à remplacer la norme IAS 39, va elle aussi avoir un impact au regard de la valorisation des actifs financiers. Il faudra donc pour l'auditeur comme pour son client prendre en compte les spécificités du référentiel comptable dans la détermination de la *fair value*.

## E. LE CHOIX DES INVESTISSEMENTS

La décision d'investissement est un élément crucial de la vie d'un fonds de *Private Equity*. Les choix effectués vont devoir faire l'objet d'une attention totale et d'une analyse qualitative.

---

<sup>8</sup> RÈGLEMENT (UE) No 1255/2012 DE LA COMMISSION du 11 décembre 2012

En effet, la performance générale d'un fonds va être impactée par les profits issus des investissements. La rentabilité globale de l'entreprise de capital investissement pourrait ainsi être plombée par la mauvaise performance, ou même la défaillance, d'un seul investissement.

C'est pourquoi des processus d'investissement sont mis en place au sein des fonds. Tout d'abord, des obligations légales contraignant certaines entités à investir dans certains types d'entreprises. Ces mêmes obligations établissent des seuils maximums/minimums à atteindre dans le cadre d'une prise de participation au capital.

Au-delà des contraintes réglementaires, les fonds possèdent bien souvent des prospectus internes déterminant la stratégie à adopter au regard des investissements. Ils établiront les vérifications nécessaires (*due diligence*) à effectuer préalablement à l'investissement, mais aussi les différentes stratégies de diversification pour limiter le risque.

## F. L'INFORMATION DES INVESTISSEURS

Les fonds d'investissement de *Private Equity* sont en majorité financés par des investisseurs disposant d'une large manne financière souhaitant éviter la volatilité des marchés boursiers. Ceux-ci sont donc à la recherche d'investissements ayant un rapport avantageux entre le risque (notamment de défaillance des entreprises dans lesquelles le fonds va investir) et la rentabilité.

Investir dans un fonds n'est pour autant pas sans risque. Les capitaux investis sont très régulièrement bloqués sans possibilité de rachat jusqu'à la sortie des investissements. Cette sortie peut d'ailleurs s'avérer difficile suite au manque de liquidité des entreprises à céder. Il leur faut en effet parfois beaucoup de temps pour trouver un acquéreur.

Enfin, l'un des risques majeurs est la perte de capital, entraînée par la défaillance du fonds ou de certains des investissements. La cessation d'activité de l'une de l'entreprise dans laquelle le fonds avait investi serait dommageable, celle-ci ne sera ainsi plus susceptible de générer un rendement pour le fonds.

Afin de permettre aux investisseurs de faire un choix éclairé au moment de l'utilisation de leurs capitaux, l'Autorité des Marchés Financiers contraint les fonds à produire un « Document

d'Information Clé pour l'Investisseur » (DICI – Cf Annexe 3) récapitulant la stratégie du fonds, ses performances antérieures, les coûts et les risques associés à une prise de participation.

En complément, le fonds va également être contraint d'établir un règlement précisant ses modalités de fonctionnement, ses principes comptables, sa durée de vie ainsi que de nombreuses informations utiles à la compréhension du *business plan* établi. Ces informations sont régulièrement réunies dans un *Private Placement Memorandum* qui va être communiqué à l'investisseur.

La rentabilité d'un fonds va découler de la valorisation de ses investissements et de leur vente. En effet, la rémunération des investisseurs pourra se faire soit lors de la vente d'actifs financiers (ex : un investissement est vendu pour 100m€, le produit de cette vente est divisé au prorata de la détention de capital et est l'objet d'un dividende pour les actionnaires), soit à la fin d'un exercice financier par un versement anticipé de dividendes.

Les fonds de *PE* vont ainsi pouvoir se targuer de ratios financiers positifs pour inciter les investisseurs à effectuer des apports en capitaux. C'est notamment le taux de rendement interne (TRI) qui va tout particulièrement les intéresser.

## G. DIFFERENCES DE VALORISATION

Selon la réglementation en vigueur en France (article 162-6 du règlement n°2014-01 du 14 janvier 2014), les différences de valorisation s'inscrivent directement dans le capital du fonds :

« Les différences d'estimation correspondent aux plus ou moins-values latentes sur dépôts et instruments financiers. Elles sont calculées par comparaison entre le coût d'acquisition et la valeur actuelle ou contractuelle. Elles sont inscrites directement dans un compte de capital. »

Ainsi, les ajustements de la juste valeur des investissements de l'entreprise vont impacter son bilan. C'est pourquoi il sera important pour l'auditeur de s'assurer de la correcte valorisation des actifs financiers de l'entreprise.

Les normes IFRS laissent quant à elles la possibilité de constater une perte latente (*unrealized loss*) ou un gain latent (*unrealized gain*) qui va venir modifier le compte de résultat. Les écarts de valorisation vont donc impacter le compte de résultat. Cependant, un gain latent ne pourra



pas être utilisé dans la détermination des sommes à distribuer lors du versement de dividendes.

## H. LE VERSEMENT DE DIVIDENDES

Lors de la sortie d'un investissement, les produits issus de la vente vont pouvoir être distribués aux investisseurs sous forme de dividendes. Ainsi, dans le cas d'une plus-value, l'assemblée générale du fonds va pouvoir décider du versement d'un dividende.

La somme perçue au titre de la vente de l'investissement sera répartie proportionnellement aux contributions en capital de chaque investisseur (et par conséquent au pourcentage de détention).

Payment of a 10m€ Dividend			
Nom	Capital Contribution	% Ownership	Dividend
Pierre Sting	2 500 000,00	8%	833 333,33
Sylvain Van Halen	5 000 000,00	17%	1 666 666,67
Evora Invest	10 000 000,00	33%	3 333 333,33
Bananarama Inc.	10 000 000,00	33%	3 333 333,33
John Cash	2 500 000,00	8%	833 333,33
TOTAL	30 000 000,00	100%	10 000 000,00

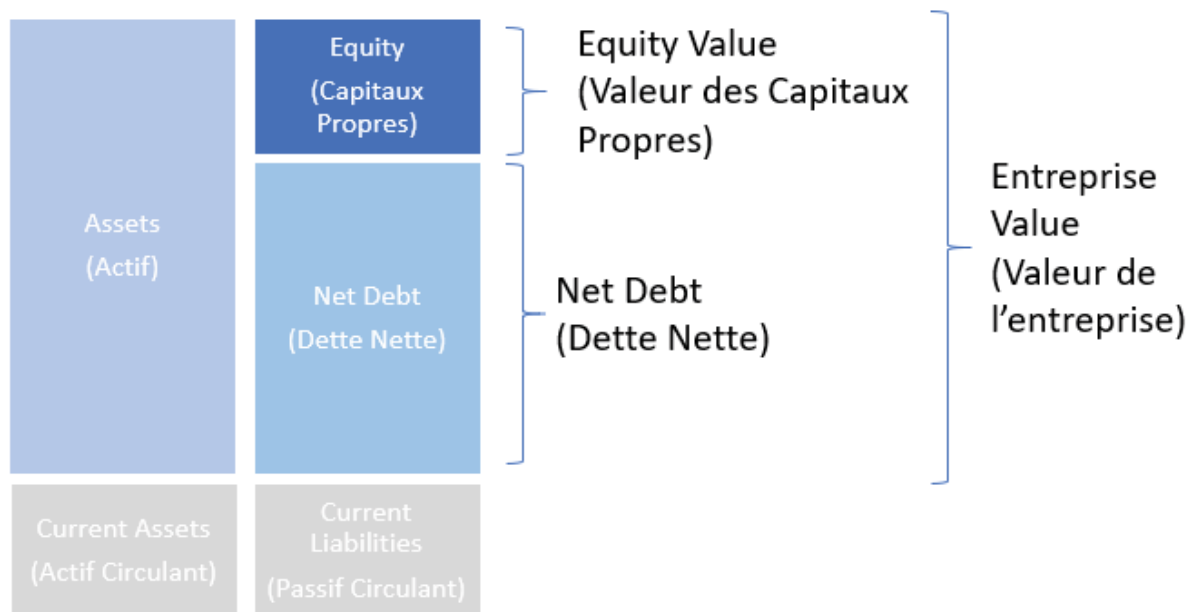
Dans cette version simplifiée, nous constatons le paiement de dividendes aux cinq investisseurs du fonds. De plus, si leur contribution en capital était uniquement destinée à ce seul investissement, ils vont également pouvoir récupérer les trente millions d'euros investis au départ pour financer l'acquisition de l'investissement.

Des dividendes peuvent également être versés sur les intérêts perçus sur les emprunts accordés.

## II. LES METHODES DE VALORISATION

Pour déterminer la juste valeur d'un actif financier, plusieurs méthodes sont à la disposition des fonds de *Private Equity*. L'objectif sera de déterminer la valeur de ses capitaux propres et de l'appliquer au pourcentage de détention de l'entreprise.

Pour comprendre les enjeux liés à la valorisation, nous allons tout d'abord vous présenter les méthodes utilisées et leurs spécificités. Le schéma ci-dessous détaille les postes du bilan pris en compte lors de la détermination de la *fair value* des capitaux propres :



$$\text{Fair Value Equity} = \text{FV Entreprise Value} - \text{FV Net Debt}$$

Source: Yann Kocou

### A. LA VALORISATION AU COUT HISTORIQUE

La valorisation au coût historique est probablement la méthode la plus aisée pour déterminer la juste valeur d'une entreprise. Elle consiste simplement à utiliser le prix d'achat payé par l'entreprise pour obtenir la détention totale ou partielle d'un investissement, à la condition que l'investissement ait été déboursé lors des 12 derniers mois. En effet, l'auditeur peut considérer que ce prix d'achat, entre deux investisseurs éclairés, constitue une juste valeur de marché de l'actif.

Cette méthode est régulièrement utilisée pour valoriser des actifs récemment acquis. Il convient cependant de faire preuve de prudence lors de son application. Ainsi, il faudra notamment s'assurer que les parties prenantes étaient effectivement des professionnels avisés du secteur, suffisamment qualifiés pour déterminer le prix de vente. Il faudra également avoir la certitude que le montant de la transaction est résulte d'une transaction régulière dans laquelle aucune des parties n'aura été désavantagée.

De plus, il faudra pour l'auditeur s'assurer qu'aucun évènement extérieur n'est venu diminuer la valeur de l'investissement entre la date de la transaction et la fin de l'exercice comptable. Des incidents tels qu'une crise économique, une crise politique, l'obsolescence d'un produit ou des dégâts matériels pourraient impacter négativement la valorisation de l'entreprise. Le cas échéant, il sera nécessaire de constater une dépréciation de l'actif, dont la juste valeur sera inférieure au coût historique (*cost less impairment*).

Au-delà d'une période de douze mois, la détermination de la juste valeur de l'actif financier devra normalement s'estimer à l'aide d'une méthode différente.

## B. LES MULTIPLES

Pour évaluer la valeur de l'entreprise, il est possible d'utiliser une variété de multiples qui seront appliqués aux différents indicateurs mis en lumière par les états financiers. La sélection du multiple approprié est effectuée par l'entreprise en fonction des spécificités des investissements à valoriser. Dans les paragraphes suivants, nous porterons notre attention sur les multiples les plus communément utilisés par les fonds de PE dans la valorisation de leurs actifs financiers.

---

### 1. L'EV/EBITDA

L'une des méthodes de calcul les plus utilisées permettant la détermination de la valeur d'une entreprise prend en compte le rapport entre *l'Entreprise Value* (la valeur de l'entreprise) et *l'EBITDA* (*Earnings Before Tax, Depreciation and Amortization*). Ainsi, ce coefficient est déterminé en divisant la valeur totale de l'entreprise par son montant d'*EBITDA*, calculé depuis son bilan ou parfois indiqué dans les comptes établis en normes IFRS.

Non défini dans les normes comptables, qu'elles soient françaises ou internationales, l'*EBITDA* est un indicateur régulièrement utilisé en finance pour déterminer la profitabilité d'une entreprise avant la prise en compte des charges calculées. En ce sens, elle se rapproche de l'excédent brut d'exploitation dans le référentiel français.

Pour valoriser un investissement en utilisant cette relation, il faudra donc utiliser le coefficient obtenu et l'appliquer à l'*EBITDA*, de préférence issu de comptes audités pour garantir la fiabilité de l'information financière.

Afin de définir le multiple, les fonds ont comme ressources les bases de données de MergerMarket et de CapitalIQ, mais aussi leurs informations financières internes. Elles sont donc généralement en mesure de déterminer un multiple moyen ou médian d'entreprises évoluant dans le même secteur d'activité ayant fait l'objet d'une transaction lors des douze derniers mois.

La multiplication de l'*EBITDA* par le multiple va permettre d'obtenir l'Entreprise Value, à laquelle il conviendra de retrancher la *Net Debt* (dette nette) pour s'assurer de la juste valorisation des capitaux propres. L'exemple ci-dessous reprend la méthode :

Candy Shop Valuation		
<i>in €</i>		
EBITDA as per Audited FS	1 356 249,00	[a]
EV/EBITDA Multiple	8,60	[b]
<b>Candy Shop Entreprise Value</b>	<b>11 663 741,40</b>	<b>[c]=[a]x[b]</b>
Net Debt as per Audited FS	1 256 275,00	[d]
<b>Fair Value of Candy Shop Investment</b>	<b>10 407 466,40</b>	<b>[c]-[d]</b>

S'il est également possible d'utiliser un ratio EV/EBIT (prenant en compte l'amortissement et la dépréciation), celui-ci est plus rarement utilisé.

---

## 2. LE PRICE TO EARNINGS RATIO

Le Price to Earnings Ratio est lui aussi un multiple régulièrement utilisé dans la détermination de la juste valeur d'un actif financier. Il met en relation le prix d'une action (*share price*) et la rentabilité par action (*Earning per Share*) et se calcule de la manière suivante :

$$P/ER = \frac{\text{Market Value per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

Par déduction, nous pouvons constater que ce multiple n'est pas applicable aux investissements qui ne génèrent pas de revenus. Nous remarquons également qu'il peut aisément être utilisé pour déterminer la valeur de marché d'une entreprise.

L'exemple suivant détaille le fonctionnement de la valorisation en utilisant ce multiple. Le nombre de parts sociales (*Shares*) étant similaire pour les deux agrégats, celui-ci n'est pas pris en compte par volonté de simplification :

P/ER Valuation : SunKissed Ltd.		
in €		
Net Income (Résultat Net)	427 362,27	[a]
P/ER Multiple	21,60	[b]
Market Value (Valeur de marché) of SunKissed Ltd.	9 231 025,03	[a]x[b]

Cette méthode pose cependant le problème de l'intégration d'éléments extérieurs à la performance économique de l'entreprise. En effet, elle incorpore les amortissements et dépréciations, mais aussi les spécificités fiscales propres à chaque pays. Elle reste cependant très efficace dans la détermination de la juste valeur d'une entreprise.

---

### 3. LE MULTIPLE DE CHIFFRE D'AFFAIRES

Le *Revenue Multiple* permet également de déterminer la juste valeur d'un investissement à l'aide de son chiffre d'affaire. Il traduit la relation entre la valeur de l'entreprise (*Enterprise Value*) et le CA, comme suit :

$$EV/R = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Revenue}} \quad 9$$

---

<sup>9</sup> Source investopedia.com

Pour déterminer la valeur de l'entreprise, il suffira donc d'obtenir un multiple de marché adapté et de l'appliquer au chiffre d'affaires. L'obtention de la valeur des capitaux propres se fera ensuite par la déduction de la dette nette.

Lost in the Supermarket Ltd. Valuation - Revenue multiple		
<i>in €</i>	Wholesale	Retail
Multiple (A)	0,37	0,54
Revenues as of 31.12.2018	162 146 362	86 874 589
<i>Total (A*B)</i>	59 994 154	46 912 278
Entreprise Value	106 906 432	
Net Debt as of Sept 2018	17 323 683	
Fair Value of Equity	89 582 749	

Dans cette présentation, un multiple de revenu a été déterminé contractuellement pour les deux secteurs d'activité, la vente en gros (*wholesale*) et la vente au détail (*retail*). L'utilisation du multiple permet donc en plus de déterminer la contribution de chaque secteur d'activité à la valeur de l'entreprise.

---

#### 4. LE PRICE TO BOOK RATIO

Le ratio P/B met en relation la valeur des actions (*stock price*) et la différence entre l'actif net et les dettes nettes de l'entreprise :

$$Price\text{-to}\text{-book}\ ratio = \frac{stock\ price}{total\ assets - liabilities} \quad 10$$

L'utilisation de ce ratio va nous permettre de déterminer la valeur de marché des actions d'une entreprise, et donc leur juste valeur. Son application dans l'évaluation de l'investissement s'effectue de la manière suivante :

P/BV Valuation Method: Mango Bank	
<i>in €</i>	
Book Value (December 18)	20 136 956,00 [a]
Applied P/B Multiple (Median)	2,03 [b]
Fair Value of P/B - "A"	40 878 020,68 [a]x[b]

---

<sup>10</sup> Source Investopedia.com

Là encore, la méthode est d'une application très aisée. Il nous suffira d'obtenir une sélection d'entreprises comparables dans la région et d'utiliser les multiples issus de leurs transactions. Le ratio P/BV sera ensuite appliqué à la *book value* des actifs et passifs, qui est une notion plus comptable que financière.

Cette méthode va refléter le coût initial de l'actif et du passif, qui sera corrélé à la valeur actuelle du marché. Elle aura donc pour avantage de mettre en lien le coût historique d'un investissement et sa juste valeur au moment de l'évaluation.

---

## 5. LA DETERMINATION CONTRACTUELLE DU MULTIPLE DE SORTIE

Les entreprises ont la possibilité de déterminer de manière contractuelle le multiple auquel celles-ci pourront sortir d'un investissement. Ce cas peut notamment se présenter en cas de co-investissement avec une entreprise partenaire.

Ainsi, une *put option* contractuelle pourra définir la méthode et le montant du multiple utilisé au moment de la vente de l'actif financier à un partenaire déterminé. Il s'agit en pratique d'une sorte de garantie contre la perte de valeur d'un investissement. Le co-contractant sera donc légalement obligé de s'aligner sur les multiples et les conditions de ventes préalablement définies, et risquera de payer un prix supérieur au prix du marché.

Dans certaines situations, il faudra appliquer une réduction à ce multiple pour prendre en compte les risques de ce type de contrat, tels que la défaillance du co-contractant. Ce discount devra s'apprécier au regard de la perception du risque pesant sur l'entreprise avec laquelle l'accord est conclu.

Dans le cas où cette définition contractuelle entraîne une valorisation supérieure au prix du marché, c'est cette valeur qui sera retenue. Il se peut aussi que cette option débouche sur une juste valeur inférieure au montant que le fonds pourrait obtenir en vendant son investissement sur le marché.

Dans cette optique, une approche par les multiples du marché sera plus adaptée, devra être utilisée en lieu et place du multiple contractuel. En effet, il s'agit là d'une option et le fonds aura tout intérêt à vendre son actif à un autre acteur du secteur pour un prix supérieur à celui défini contractuellement.

## C. LES TRANSACTIONS

Dans l'actualisation de la juste valeur d'un actif, la comparaison au marché est recommandée, notamment par les normes IFRS. Le marché du Private Equity étant très développé, les transactions y sont courantes et constituent d'excellents indicateurs dans l'évaluation de la valeur d'une entreprise. Celles-ci peuvent avoir lieu au niveau de l'entité valorisée, mais aussi sur les marchés privés ou publics. Il conviendra d'apprécier les spécificités de chaque type de transaction au moment de l'établissement de la juste valeur d'un actif financier.

### 1. LES TRANSACTIONS AU NIVEAU DE L'ENTITE

Pour déterminer la valeur d'un investissement, le montant d'une transaction au sein même de l'entreprise que l'on souhaite valoriser peut-être un indicateur fiable. En effet, comme dans le cas de la valorisation au coût d'acquisition, la transaction s'effectue de manière générale entre deux acteurs éclairés du marché qui sont généralement plus à même de déterminer la juste valeur d'un investissement que l'auditeur. Il en existe deux types.

#### I. LES TRANSACTIONS RECENTES

Une transaction ayant eu lieu au niveau de l'entité lors des douze derniers mois va pouvoir être utilisée comme indice de la juste valeur de l'entreprise. Dans cette configuration, il suffira ainsi de calculer le prorata entre le prix de vente et le pourcentage de détention cédé pour obtenir la valorisation de l'entreprise.

Recent Transaction Valuation	
<i>in €</i>	
Purchase Price	9 257 369,00 [a]
Purchased Equity Stake	52,36% [b]
Fair Value of Equity (Total)	17 680 231,09 [a]/[b]

Si cette méthode a pour avantage sa simplicité, elle mérite malgré tout une attention toute particulière au moment de son utilisation. Ainsi, le pourcentage de détention cédé risque d'impacter la valeur déterminée. Un investisseur sera en effet disposé à déboursier un montant supérieur pour obtenir une détention majoritaire, qui lui offre plus de garanties et de pouvoirs dans la gestion de l'entreprise, mais aussi une plus grande facilité à revendre son investissement. Il faudra donc prendre en compte la détention lors de la valorisation et



s'assurer que l'achat d'un pourcentage minoritaire ne conduise pas à une sous valorisation de l'entreprise. Dans la pratique, cette hypothèse reste peu probable, les entreprises ayant plutôt pour habitude de surévaluer leurs actifs financiers, et non de les sous évaluer.

---

## II. L'OFFRE CONTRACTUELLE

La réception d'une offre d'achat peut également servir d'indicateur dans la valorisation d'un actif financier. Une offre contractuelle obligatoire (*binding offer*) pourra donc être utilisée pour la détermination de la *fair value*, car elle indique la valeur que les acteurs du marché donnent à l'investissement.

Cette technique est notamment applicable dans le cas d'un désinvestissement dont la réalisation n'est pas encore effective. Le fonds va se mettre d'accord avec un tiers pour la vente de ses parts contre un prix défini. Bien que cette vente n'ait pas encore eu lieu, elle devrait être effective lors de l'exercice suivant et est donc susceptible de représenter une estimation raisonnable de la valeur de l'actif.

La mise en place de cette technique nécessitera cependant la certitude légale de la vente à venir, qui devra notamment être prouvée par un contrat établissant l'obligation d'achat dans un futur proche.

---

## 2. LES TRANSACTIONS RECENTES D'ENTREPRISES PRIVEES

Le marché du capital-investissement étant actuellement très actif, un grand nombre de transactions a lieu chaque année. Ces ventes font parfois l'objet d'un reporting financier dans lequel les indicateurs clés de la transaction vont être divulgués. Certaines bases de données et sites internet s'occupent de référencer ces transactions et de retraiter les informations obtenues, pour ensuite les revendre à des professionnels.

Ainsi, une base de données comme MergerMarket.com va contenir de nombreuses informations susceptibles d'être utilisées afin de déterminer la juste valeur d'un investissement. L'utilisation de cet outil aura pour avantage de pouvoir sélectionner les indicateurs traduisant les similitudes entre l'entreprise à valoriser et les entreprises ayant fait récemment l'objet d'une transaction.

L'emploi de telles bases de données sera également de pouvoir comparer des entreprises privées, dont la valorisation et la liquidité peuvent différer des entreprises cotées sur les marchés boursiers. Dans l'optique d'une évaluation d'un investissement dans une société non cotée en bourse, cette ressource extérieure sera à privilégier.

Cependant, il sera parfois difficile d'obtenir des données actuelles pour certains marchés. La faible activité ou le manque de documentation des transactions risque de ne pas permettre d'obtenir des informations suffisantes pour évaluer un investissement. Il faudra dans cette situation s'aider de données issues d'entreprises publiques.

---

### 3. LES ENTREPRISES COTEES

Les entreprises cotées sont soumises à une réglementation financière stricte qui a pour avantage la qualité et la quantité de l'information financière disponible. Les multiples découlant de ces transactions, appelé *trading multiples*, sont donc très facilement accessibles.

---

#### I. LA SELECTION DES ENTREPRISES COTEES

Si la prise en compte de données issues d'entreprises privées est préférable pour valoriser les investissements d'un fonds de *Private Equity*, il se peut cependant que l'information financière disponible soit insuffisante.

Dans ce cas, les fonds peuvent avoir recours aux informations d'entreprises publiques qu'elles appliqueront à leur situation. La base de données en ligne de Standard's & Poors, CapitalIQ, est une bonne référence à utiliser pour la détermination de multiples notamment. Comme MergerMarket pour les entreprises privées, CapitalIQ recense une multitude d'informations et de ratios financiers nécessaires à l'évaluation de la juste valeur d'un actif financier.

Au regard du grand nombre d'entreprises cotées présentes autour du monde, il sera possible d'obtenir des multiples pour des entreprises évoluant dans des zones géographiques où l'information financière est parfois moins accessible. Cependant, il faudra faire preuve de prudence lors de l'application de ces multiples, car ceux-ci sont issus d'entreprises dont le mode de financement diffère.

---

#### II. LA REDUCTION DU MULTIPLE POUR LES ENTREPRISES MOINS LIQUIDES

L'application de multiples issus d'entreprises cotées à des investissements non cotés peut poser le problème de la différence de liquidité entre chaque type d'entreprise. Ainsi, une entreprise cotée sur un marché boursier aura plus de facilité à vendre ses titres qu'une entreprise non cotée sur les marchés.

Pour pallier ce manque de liquidité, il conviendra d'appliquer une réduction au multiple pour éviter la surévaluation de l'investissement. Les critères tels que la liquidité des actifs, la possibilité pour l'entreprise de devenir publique, sa taille et sa santé financière vont être utilisés pour définir le pourcentage de réduction du multiple.

P/ER Multiple (Median from CapitalIQ Basket)	9,80	[a]
Liquidity discount	10%	[b]
<b>Discounted P/ER Multiple</b>	<b>8,82</b>	<b>[a]x[1-[b]]</b>

La réduction de la valeur du multiple va donc permettre d'effectuer une valorisation qui prendra en compte la spécificité des entreprises privées, tout en se basant sur des multiples découlant d'informations obtenues auprès d'entreprises publiques.

#### D. LA MÉTHODE DES DISCOUNTED CASH FLOWS

A défaut d'utiliser la méthode des multiples, les entreprises ont également la possibilité d'utiliser l'approche des *Discounted Cash Flows* (flux de trésorerie actualisés) dans la valorisation de leurs investissements.

Cette méthode consiste à actualiser la valeur de flux de trésorerie sur une période donnée. Elle a pour objectif de prendre en compte les risques encourus par l'investissement, mais aussi la perte générée par l'absence de rentabilité des *cash flows*, qui auraient pu être placés sur des marchés et générer des intérêts.

Si cette méthode est parfois utilisée, elle comporte de nombreux risques dans son application. En effet, elle prend en compte de nombreux indicateurs qui peuvent être très subjectifs. Ainsi, il va falloir effectuer des projections financières sur plusieurs années dans le but de déterminer les flux de trésorerie. Ces estimations risqueraient d'être rapidement fausses en cas de perturbations du marché, d'un manque de performance de l'entreprise ou de tout incident pouvant impacter sa rentabilité future.

Pour déterminer la valeur d'une entreprise, il conviendra d'utiliser la formule suivante :

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

11

CF correspond aux *cash flows* estimés de l'année n. Ces montants sont actualisés en prenant en considération du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais), déterminé en fonction de la structure du capital de l'entreprise.

L'exemple ci-dessous met en application la méthode pour une entreprise que l'on souhaite valoriser sur une période de cinq ans à un taux de 9%. Celui-ci fait l'objet d'une forte simplification et oublie volontairement certains aspects pouvant impacter la valorisation :

Discounted Cash Flows					
en €					
Année	1	2	3	4	5
Cash Flow (Estimation)	1 000 000,00	1 000 000,00	1 000 000,00	1 000 000,00	1 000 000,00
CMPC	9%	9%	9%	9%	9%
Discounted Cash Flow	917 431,19	841 679,99	772 183,48	708 425,21	649 931,39
Net Present Value (Cumulée)	917 431,19	1 759 111,19	2 531 294,67	3 239 719,88	3 889 651,26

Au bout de cinq ans, la valeur des flux financiers actualisés est de 3,9 millions d'euros environ. Pour calculer la valeur de l'entreprise, il faudra également calculer la *Terminal Value*, c'est-à-dire la valeur présente de l'investissement de tous les cash flows futurs dans l'optique d'une croissance stable. Il se calcule à l'aide de la formule suivante

$$TV = \frac{[FCFn \times (1 + g)]}{(WACC - g)}$$

12

Par souci de simplification, nous estimons que le ratio g, traduisant le taux de croissance, est de 0%.

<sup>11</sup> Source investopedia.com

<sup>12</sup> Source corporatefinanceinstitute.com

Determination of Terminal Value: No Growth Perpetuity		
Cash Flow (année 5)	649 931,39	[a]
CMPC	9%	[b]
Terminal Value	7 221 459,85	[a]/[b]

Pour déterminer la juste valeur de l'investissement, il faudra additionner la Net Present Value des Cash Flows et la Terminal Value pour obtenir l'Entreprise Value. On déduira ensuite la dette nette pour obtenir la juste valeur des capitaux propres :

Fair Value: DCF Method		
<i>in €</i>		
Net Present Value (Cumulée)	3 889 651,26	[a]
Terminal Value	7 221 459,85	[b]
Entreprise Value	11 111 111,11	[c]=[a]+[b]
Net Debt	1 965 325,36	[d]
Equity Value	9 145 785,75	[c]-[d]

Nous pouvons constater que cette approche, même simplifiée au maximum, reste bien plus compliquée à mettre en œuvre. Elle sera donc à appliquer avec précaution pour éviter toute erreur d'évaluation.

## E. LA SOMME DES PARTS

L'approche *Sum of the Parts* est une combinaison des différentes méthodes évoquées précédemment. Elle permet notamment de simplifier la valorisation d'un investissement qui détient lui aussi plusieurs investissements valorisés de différentes manières.

La méthode consiste donc à additionner la *Fair Value* des différents investissements sous-jacents pour déterminer la valeur de l'investissement détenu directement.

Toto Inc. Valuation: Sum of the Parts		
<i>Investment</i>	<i>Method</i>	<i>in mEUR</i>
Bank of Congo*	P/B Multiple	85,33
Bank of Egypt*	P/ER Multiple	39,21
Sub Saharan Asset Management	Transaction at Entity Level	10,99
IAC	P/ER Multiple	1,67
Kenya CP	Discounted Cash Flows	0,61
TOTAL		137,81
Net Debt		8,09
<b>Group Equity Value</b>		<b>145,90</b>
Toto Inc. Share		27%
<b>Fair Value of Toto Inc. Share</b>		<b>39,39</b>

\*Noms utilisés à titre d'exemples, les informations mentionnées sont purement fictives.

L'exemple ci-dessus nous permet de comprendre la valorisation de l'entreprise Toto Inc.. Ainsi, les investissements de l'entreprise sont valorisés selon des méthodes différentes, puis additionnés. Enfin, la dette nette de l'entreprise (et des investissements dont la méthode de valorisation nécessite la déduction de la *Net Debt*) est retranchée pour obtenir la valeur des capitaux propres. Il suffit ensuite de multiplier la valeur des capitaux propres par le pourcentage de détention dans l'investissement principal (Toto Inc.) pour obtenir la juste valeur de cet actif financier.

D'une relative facilité d'application dans le calcul final, cette méthode nécessite toutefois une attention toute particulière dans la valorisation de tous les investissements. Il faudra s'assurer de la prise en compte de toutes les spécificités de chaque méthode dans l'établissement des justes valeurs des investissements que l'on souhaite additionner.

## F. LE CAS DES EMPRUNTS GARANTIS

Au lieu d'un investissement direct dans le capital d'une entreprise, les fonds de Private Equity choisissent parfois d'investir par l'intermédiaire d'emprunts accordés aux entreprises souhaitant se développer. Si cette option a l'inconvénient de ne pas permettre au fonds d'avoir une influence sur la gestion de l'entreprise, elle lui garantit un revenu certain sur une période déterminée.

Le fonds va ainsi agir de manière similaire à une banque, en accordant un emprunt à l'entreprise en contrepartie d'un taux d'intérêt défini au préalable. Les conditions vont être formalisées dans un contrat de prêt (*Loan Agreement*), où les parties mentionneront la durée

du prêt, les modalités en cas de défaut de paiement, les taux d'intérêts et autres frais liés à l'émission du prêt.

Ces emprunts vont être valorisés à leur montant initial, majoré des intérêts capitalisés accumulés au cours de leur durée de vie, et éventuellement minoré par les paiements déjà perçus.

Valuation of Loan (Debt) Portfolio	
<i>in €</i>	
Convertible Loan Principal	15 000 000
IRR (taux d'intérêt du prêt)	12%
Start Date	21/11/2016
Year End	31/12/2018
Accrued interest Period (Days)	771
Annual Compounding Basis (Days)	360
Accrued Interest Period (Years)	2,14
Accrued Convertible Loan Value	19 120 527

Pour déterminer de la correcte valorisation de ce prêt, il faudra aussi s'assurer que la situation économique de l'entreprise ayant effectué la souscription n'a pas varié. Une société connaissant des difficultés de trésorerie risquera de se retrouver en défaut de paiement.

Une telle situation nécessiterait la constatation d'une provision pour risque. Pour s'assurer de la bonne santé financière des entreprises auxquelles ils confient leur argent, les fonds de *Private Equity* établissent régulièrement des *covenants*. Ces documents permettent de définir des seuils à respecter pour les emprunteurs et permettront d'alerter l'auditeur en cas de manquement à leurs obligations.

### III. LES RISQUES LIES A LA DETERMINATION DE LA FAIR VALUE

La détermination de la juste valeur des investissements est une source majeure de risque dans l'audit d'un fonds de *Private Equity*. En effet, l'auditeur devra non seulement s'assurer de la véracité des informations fournies, mais aussi faire preuve d'esprit critique pour challenger les méthodes utilisées. Le jugement professionnel du commissaire aux comptes aura donc une importance cruciale, celui-ci ne pouvant s'appuyer uniquement sur les méthodes d'évaluation des entreprises.

#### A. LE CHOIX DE METHODES

##### 1. DETERMINATION DE LA METHODE A APPLIQUER

Les lignes directrices d'évaluation de l'*International Private Equity and Venture Capital* déterminent la méthode à appliquer selon les considérations suivantes :

« 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. »<sup>13</sup>

Il faudra donc pour l'auditeur s'assurer que la méthode utilisée par le fonds est appropriée au marché dans lequel évolue l'investissement. Ainsi, la prise en compte du type d'activité et la location géographique de l'actif vont devoir être pris en compte.

Si ces critères n'apparaissent pas comme une évidence pour l'auditeur, celui-ci devra demander des explications aux dirigeants pour établir le raisonnement derrière la méthode d'évaluation choisie et de pouvoir documenter son travail.

---

<sup>13</sup> BOARD, I.P.E.V., "International private equity and venture capital valuation guidelines". December 2018, 2018.



---

## 2. LE CHANGEMENT DE METHODE

Dans un souci de respect des principes de permanence des méthodes comptables, les méthodes de valorisation des actifs financiers ne devraient pas changer. Cependant, des changements dans l'environnement de l'investissement ou le respect des normes définies par les IPEV *Guidelines* peuvent rendre inapplicables les méthodes d'évaluation de l'actif financier utilisées lors de l'exercice précédent.

Ainsi, un investissement valorisé au coût historique lors de sa première valorisation ne pourra être valorisé selon la même méthode lors de l'exercice comptable suivant car celle-ci n'est applicable qu'aux investissements acquis lors des douze derniers mois. Une nouvelle méthode va devoir être mise en place et il conviendra de s'assurer que celle-ci ne débouche pas sur une surévaluation de l'entreprise. Ce problème s'applique également aux transactions ayant eu lieu au niveau de l'entité dont la date est antérieure à douze mois.

Un changement de méthode peut également être nécessaire si l'obtention de données s'avère difficile. Ainsi, dans les pays en voie de développement, il peut parfois être difficile d'obtenir des informations financières suffisamment récentes et qualitatives pour appliquer la méthode utilisée lors de l'exercice comptable précédent. Dans de telles situations, l'auditeur peut accepter un changement de méthode si l'entreprise est en mesure de justifier l'absence de données. Il lui faudra là aussi documenter les causes du changement d'approche pour détailler le raisonnement derrière celui-ci.

En cas de changement de méthode, il faudra cependant que l'auditeur s'assure par des recherches individuelles de l'absence de sources (via MergerMarket ou CapitalIQ par exemple). Il conviendra également de s'assurer que la modification de la méthode de valorisation n'impacte pas trop fortement, à la hausse ou à la baisse, la juste valeur de l'investissement. En effet, la valeur de l'actif financier ne devrait pas changer à la suite de l'application d'une nouvelle méthode, mais uniquement par le changement de indicateurs économiques de l'entreprise. L'auditeur va ici exercer son jugement professionnel pour s'assurer que le changement de méthode est approprié et raisonnable.

---

## 3. LA PRISE EN COMPTE DES COMPETENCES INTERNES

L'organisation interne des fonds de Private Equity peut apporter à l'auditeur un degré de confiance supérieur quant aux méthodes utilisées pour déterminer la juste valeur d'un investissement.

Ne perdant pas de vue l'objectif principal de rentabilité, ces entités recrutent des experts du domaine pour s'assurer de ne pas effectuer des investissements qui pourraient impacter négativement la rentabilité. Ceux-ci sont d'ailleurs régulièrement d'anciens auditeurs débauchés dans des cabinets du *Big Four*, et ont parfois une connaissance des marchés et des méthodes d'évaluation supérieure aux auditeurs.

Les fonds vont ainsi avoir des comités d'investissement et de valorisation en charge de repérer et monitorer les entreprises dans lesquelles ils sont susceptibles d'acquérir une participation. Ces investissements font donc l'objet d'une analyse financière préalable, mais aussi d'un suivi régulier, généralement de manière trimestrielle.

Ainsi, l'investissement n'est communément pas effectué par une seule personne, mais par un collège de décideurs éclairés. Cet aspect vient donner une assurance supplémentaire à l'auditeur quant au choix de la méthode de valorisation.

Pour une meilleure compréhension du processus d'investissement, il sera d'ailleurs recommandé de conduire un entretien (*walk-through*) où les employés du fonds seront en mesure de décrire les procédures, les rôles de chacun et la séparation des pouvoirs. Cette connaissance des contrôles internes permettra à l'auditeur de mieux appréhender les risques liés au fonds.

De plus, les bases de données de lutte contre le blanchiment d'argent (*Anti Money Laundering*) européennes et internationales permettront de d'alerter le commissaire aux comptes sur d'éventuelles malversations de la part des dirigeants du fonds (et de leur présence sur les « blacklists »). Celles-ci viendront rassurer l'auditeur sur la compétence et la morale des personnels du fonds.

## B. LES BASES DE CALCULS

### 1. LA CONFRONTATION DES MULTIPLES UTILISES

Le client détermine selon ses critères les multiples utilisés pour la détermination de la juste valeur de l'entreprise. L'auditeur aura pour mission de s'assurer de la fiabilité des multiples, qui ont tendance à être surévalués par les entreprises pour qui souhaitent « gonfler » leurs actifs et donner aux investisseurs une image positive de leurs situations financières.

---

## I. LA SELECTION D'UN GROUPE DE « PEERS » COMPARABLES

Pour confronter les multiples utilisés par le client, l'auditeur a accès à différentes bases de données telles que MergerMarket (Cf Annexe 2), S&P Capital IQ (Cf Annexe1) ou encore ThomsonOne. Ces outils regroupent une variété d'informations financières et contextuelles permettant de trouver des indicateurs permettant s'assurer de la corrélation entre le multiple et ceux utilisés par le marché.

L'auditeur va donc utiliser sa connaissance de l'investissement pour essayer de déterminer un groupe de pairs selon des critères tels que la zone géographique, le développement du pays de l'investissement, la valeur de l'entreprise, le montant de la transaction, le taux de détention de l'entreprise, etc..

L'utilisation de MergerMarket permettra d'obtenir des transactions d'entreprises non cotées et ne nécessitera normalement pas de retraitements. Dans le cas de l'utilisation de Capital IQ, l'entreprise recensant des transactions d'entreprises cotées, il conviendra d'analyser la liquidité des entreprises du panier de comparables. Ainsi, comme mentionné précédemment, les entreprises non cotées sont moins liquides et donc plus difficiles à vendre. Il sera vraisemblablement raisonnable d'appliquer une réduction au multiple pour compenser le manque de liquidité.

---

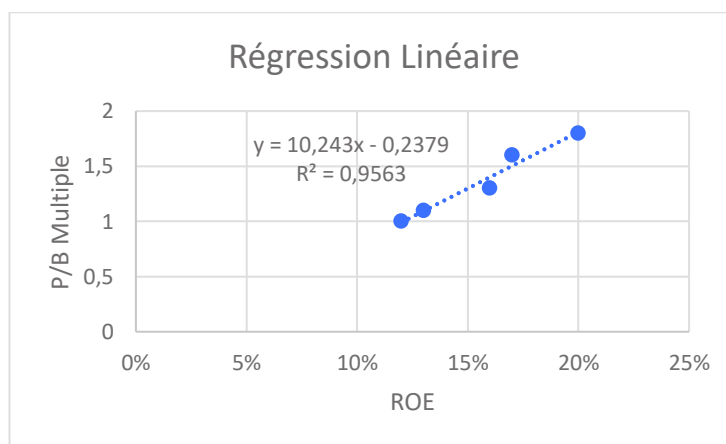
## II. LA VALIDATION PAR REGRESSION LINEAIRE

Après avoir obtenu un panier de transactions comparables, il est possible d'effectuer une régression linéaire en utilisant les multiples obtenus et des indicateurs financiers. Ainsi, on va pouvoir déterminer le taux de corrélation entre les multiples obtenus.

Afin de clarifier l'utilisation de la méthode, nous allons utiliser l'exemple ci-dessous. Ici, nous nous intéressons au lien entre le *ROE (Return On Equity)* et le multiple *Price to Book Value*. La sélection de pairs comparables nous a donné les informations suivantes :

Entreprise	ROE	P/B
A	12%	1
B	13%	1,1
C	16%	1,3
D	17%	1,6
E	20%	1,8

Pour s'assurer de la corrélation, nous avons effectué une régression linéaire en utilisant Microsoft Excel pour obtenir non seulement le graphique de la régression, mais aussi le coefficient de corrélation et l'équation de la droite :



L'indicateur  $R^2$  traduisant la corrélation entre les deux agrégats est proche de 1, ce qui signifie que le multiple *Price to Book* et le *ROE* sont fortement corrélés. En effet, en cas de faible relation entre deux indicateurs, celui-ci tendrait vers zéro.

Cette information va nous permettre de recalculer le multiple P/B en utilisant le *ROE* de l'entreprise à valoriser et l'équation de la droite (avec le *ROE* de l'entreprise cible remplaçant x). Cela va permettre à l'auditeur d'effectuer une comparaison avec le multiple utilisé par le client.

ROE de l'investissement : 14,50%  
Multiple obtenu à l'aide de l'équation : 1,247335  
Multiple utilisé par le client : 1,2  
Différence : 4% **OK**

Ici, pour une entreprise ayant un ROE de 14.5% et utilisant un multiple P/B de 1.2, la comparaison par régression linéaire nous donne un multiple de 1.247335. Celui-ci est supérieur de 4% au multiple utilisé par le client.

Les cabinets déterminent l'écart maximal entre les multiples du client et de l'auditeur. Dans l'exemple ci-dessus, nous estimons qu'une différence inférieure à 5%<sup>14</sup> est acceptable et la méthode permet de valider l'utilisation du multiple de 1.2 par le client.

Ainsi, la régression linéaire permet de valider ou d'invalider les multiples utilisés par le client. Pour cela, il faut tout de même que l'auditeur soit en possession de suffisamment d'informations pour obtenir une base précise garantissant la fiabilité de la corrélation entre le multiple et l'indicateur financier. Ainsi, sans un nombre conséquent de données à comparer, une corrélation forte pourrait provenir d'une simple coïncidence et non d'une relation mathématique constante.

---

### III. LES AUTRES SOURCES

A défaut d'obtenir des multiples sur les bases de données mentionnées précédemment, il est difficile de valider les multiples utilisés par le client. Bien que la méthode ne soit pas garante d'une fiabilité totale, il est cependant possible de recalculer les multiples dans le cas où suffisamment d'informations seraient disponibles pour les déterminer.

Ainsi, si l'information financière est accessible (ex : Etats financiers disponible), celle-ci peut être croisée avec des informations extérieures, telles que des articles de journaux, mentionnant des éléments financiers de la transaction étudiée. Cela va permettre à l'auditeur de recalculer la valeur de l'entreprise (Entreprise Value) et par conséquent le multiple et de s'assurer de sa corrélation avec le marché actuel. Il conviendra cependant d'éviter l'utilisation de cette méthode car la fiabilité des sources extérieures peut être limitée.

---

## 2. DETERMINATION DES AGREGATS

Idéalement, les indicateurs financiers tels que l'*EBITDA*, la *Net Debt* ou le chiffre d'affaires utilisés dans le calcul de la juste valeur d'une entreprise vont provenir de comptes audités. L'analyse des soldes intermédiaires de gestion va permettre de définir ces montants à appliquer à la valorisation.

Cependant, les comptes audités ne sont pas toujours disponibles au moment de la valorisation, et il faudra parfois se reposer sur les comptes de gestion de l'entreprise. De plus,

---

<sup>14</sup> Montant défini de manière arbitraire pour les besoins de l'exemple.

certaines de ces soldes vont devoir faire l'objet de retraitements pour traduire la réalité économique de l'entreprise. Ces aspects et leurs limites seront développés plus en profondeur dans la prochaine partie.

### 3. L'IMPACT DU TAUX DE CHANGE

Pour diversifier leur portfolio, les fonds de PE ont tendance à investir dans diverses sociétés aux situations géographiques variées. Cette stratégie pose le problème des investissements en devises et de la conversion de leur juste valeur dans la devise de présentation des états financiers.

En effet, la variation quotidienne des taux de change et leur multiplicité (cours acheteur, vendeur, minimum, maximum, moyen) peuvent entraîner des disparités, parfois très conséquentes, entre l'évaluation du client et celle de l'auditeur. Le taux utilisé va donc devoir être confronté aux sources de l'auditeur pour éviter une surévaluation liée à un taux de conversion trop favorable.

Pour déterminer le taux applicable, l'IAS 21 « Effets de variation du cours des monnaies » va donner à l'auditeur des indications quant au taux à appliquer. Celui-ci devra sélectionner le cours vendeur le plus défavorable à la date de clôture de l'exercice comptable.

La détermination de ce taux tient en effet compte de la volonté de vendre en devise (cours vendeur) et de principe de prudence (cours le plus faible). Idéalement, les données seront obtenues par l'intermédiaire du site internet de Bloomberg, ou à défaut d'autres sources fiables (telles qu'Oanda.com). Ces données sont aussi généralement accessibles dans les bases de données internes des cabinets d'audit.

Vérification du taux de change Kenyan Shilling / Euro	
31/12/2018	
Taux de Change Client	116,124 *
Taux de Change Auditeurs	117,152 *
<i>Différence</i>	0,89% <b>OK</b>

\*Source Oanda

Dans l'exemple ci-dessus, nous constatons un écart entre les deux taux de change, consécutifs à la prise en compte de taux différents entre clients et auditeur. Cet écart, inférieur à 1%, est considéré comme étant non significatif. Tout écart supérieur à ce pourcentage d'écart toléré

devra faire l'objet d'une modification par le client si l'écart final en devise dépasse la matérialité.

## C. LE CARACTERE PROBANT DES INFORMATIONS

---

### 1. LES COMPTES AUDITES

Dans le calcul de la valeur d'un investissement, les comptes audités constituent la ressource la plus sérieuse et fiable. L'auditeur va tout d'abord devoir s'assurer que l'opinion d'audit ne fait l'objet d'aucune réserve. Il va ensuite falloir vérifier que la compatibilité entre le référentiel comptable de l'investissement et celui de l'entreprise auditée pour éviter toutes disparités entre les traitements comptables.

De plus, il faudra également prendre en compte la réputation du ou des cabinet(s) ayant effectué l'audit. Une plus grande assurance quant au respect des normes sera espérée des cabinets issus du Big Four (PwC, EY,...) et du *mid-tier* (BDO, Grant Thornton, ...) que de cabinets aux moyens plus restreints.

Cette affirmation est d'autant plus importante quand il s'agit d'audits réalisés dans des pays en voie de développement, où les standards comptables peuvent différer et surtout où le niveau de corruption est parfois élevé.

En cas de réserves sur les opinions d'audit, celles-ci devront être prises en compte lors de la valorisation d'un investissement pour s'assurer que leurs impacts ne conduisent pas à une évaluation trop favorable de l'actif.

### 2. LES MANAGEMENT ACCOUNTS

Du fait du manque d'uniformité des dates de clôtures des exercices comptables et du besoin d'émettre les rapports d'audit dans des délais très courts, il est parfois impossible pour l'auditeur d'obtenir des comptes audités pour effectuer ses valorisations. Ainsi, il va ainsi devoir se baser sur les *management accounts* de l'entreprise. Ces comptes de gestion sont utilisés par l'entreprise pour le suivi de sa performance économique. Ils sont composés du résultat (généralement mensuel) déjà effectué et de prévisions sur les mois futurs. Ils permettent d'obtenir des états financiers théoriques qui seront utilisés dans l'évaluation de la

valeur de l'investissement. Ainsi, il va être possible de déterminer l'*EBITDA*, le revenu ou encore la dette nette utile à la valorisation.

Ces informations vont être utilisées lors de l'année N, mais restent théoriques car issues de la gestion interne de l'entreprise. Ainsi, il faudra lors de l'année N+1 effectuer un *backtesting* pour s'assurer de la qualité des *management accounts* de l'entreprise, de la manière suivante :

Backtesting						
CCY	Management Accounts	Audited FS	Difference			
	12m 2017 (Jan-Dec) kMUR	12m 2017 (Jan-Dec) kMUR	kMUR	kEUR	%	
Profit After Taxes	399 000,00	385 369,00	13 631,00	327,83	3,54%	NM
Net customer loan book	21 523 659,00	21 965 236,00	441 577,00	10 619,93	-2,01%	NM
Customer deposits	27 998 236,00	28 201 789,00	203 553,00	4 895,45	-0,72%	NM
Total assets	31 682 366,00	31 716 812,00	34 446,00	828,43	-0,11%	NM
Shareholders equity	2 501 022,00	2 470 369,00	30 653,00	737,20	1,24%	NM

Dans l'exemple ci-dessus, on constate que les *management accounts* sont en ligne avec les comptes audités. Cela donne à l'auditeur une assurance sur la qualité de la gestion financière de l'entreprise et vient valider la valorisation de l'investissement en N-1.

Un écart supérieur à 10% aurait lui mis en avant un manque de précision des comptes de gestion de l'entreprise et l'impossibilité de se reposer sur ces informations pour garantir la fiabilité de la valorisation.

### 3. LA PRISE EN COMPTE DES RETRAITEMENTS

Afin de maintenir le niveau de valorisation de leurs investissements, les fonds effectuent parfois des retraitements sur les indicateurs financiers leur permettant de déterminer la juste valeur de leurs actifs. Ces modifications, apportées notamment aux revenus ou à l'*EBITDA*, sont justifiées par le caractère exceptionnel des dépenses ou des pertes de revenus ayant eu lieu dans l'année. Les entreprises vont tenter de justifier le caractère extraordinaire de ces charges pour permettre une valorisation à la hausse des investissements.

Si ces retraitements peuvent être acceptés, ceux-ci devront être documentés pour s'assurer qu'ils soient effectivement exceptionnels et que leur prise en compte ne fausse pas la valorisation de l'entreprise.



L'hypothèse de retraitements va tout particulièrement concerner les entreprises dont l'activité se situe dans des pays en voie de développement, qui s'avèrent très sensibles à l'environnement géopolitique. Les conflits armés, coups d'Etats et autres crises politiques peuvent avoir un impact conséquent sur les résultats d'une entreprise. Un client confronté à de telles situations souhaitera vraisemblablement apporter des modifications à son résultat pour traduire l'impact d'une situation exceptionnelle sur la valeur de son actif.

D'autres facteurs peuvent également être considérés. Un incident dans une usine, des pertes liées à un évènement météorologique voire des soucis d'ordre juridique peuvent altérer temporairement la performance économique de l'entreprise.

L'auditeur devra donc s'intéresser aux causes de ces retraitements pour décider de leur prise en compte ou non. L'exercice d'un jugement prudent sera ici essentiel pour l'acceptation des modifications.

Toute documentation (articles de presse, études géopolitiques, échanges d'email avec des avocats ou avec l'administration fiscale, etc...) relatant les évènements invoqués et leur caractère exceptionnel devra être fournie par le client à des fins de clarification. L'impact de ces retraitements pouvant être conséquent, il sera essentiel pour l'auditeur de s'assurer que la modification des indicateurs financiers est justifiée.

Candy Shop Valuation		
en €	Sans Retraitements	Avec Retraitements
EBITDA (Comptes Audités)	1 356 249,00	1 356 249,00
<i>Coût de reconstruction d'un bâtiment détruit par un incendie</i>	N/A	300 000,00
<i>Hausse du prix des matières premières suite à un conflit politique</i>	N/A	140 000,00
EBITDA Retraité	1 356 249,00	1 796 249,00
EV/EBITDA Multiple	8,60	8,60
<b>Candy Shop Entreprise Value</b>	<b>11 663 741,40</b>	<b>15 447 741,40</b>
Dette Nette (Comptes Audités)	1 256 275,00	1 256 275,00
<b>Juste Valeur de l'investissement Candy Shop</b>	<b>10 407 466,40</b>	<b>14 191 466,40</b>
<b>Ecart de Valorisation</b>		<b>3 784 000,00</b>

L'exemple de la valorisation de « Candy Shop » traduit bien la portée que peuvent avoir les retraitements sur la détermination de la juste valeur de l'investissement. C'est pourquoi les retraitements, ne faisant régulièrement pas l'objet d'une documentation suffisante, sont souvent rejetés par le commissaire aux comptes.

---

#### 4. L'ERREUR

Au-delà d'éventuelles tentatives de fraude de la part des fonds de *Private Equity* audités, ceux-ci restent valorisés par des humains et ne restent donc pas à l'abri d'éventuelles erreurs de calculs ou d'interprétation des informations utilisées.

Aussi, il faudra pour l'auditeur s'assurer de la juste compréhension des documents utilisés par les personnes en charge de la valorisation au sein de l'entreprise, et de l'application correcte des principes de base des mathématiques.

Une simple erreur de lecture au moment de la valorisation ou un calcul erroné peuvent avoir des impacts significatifs, comme en témoignent les exemples suivants, issus de cas concrets :

- Erreur de puissance : la confusion entre 900k et 900m. La différence semble gigantesque, mais une telle erreur dans une devise étrangère est susceptible de passer inaperçue au moment de la valorisation et pourrait conduire à un écart de valeur de plusieurs millions d'euros.

Incidence d'une erreur de puissance		
	en FCFA	en EUR
Valorisation Auditeur	900k	1 372
Valorisation Client	900m	1 372 041
Différence		- 1 370 669

- Erreur de calcul : dans la prise en compte des retraitements, les entreprises sont parfois amenées à recalculer ou proratiser leurs indicateurs financiers. La proratisation sur une période trop longue (treize mois au lieu de douze) ou l'application d'un mauvais signe mathématique (plus à la place d'un moins) peut avoir un impact significatif, surtout si cet indicateur est utilisé dans une valorisation à l'aide de multiples.

Incidence d'une erreur de prorata		
en €	Client	Auditeur
EBITDA (10 mois)	4 571 880,00	4 571 880,00
EBITDA (Annualisé)	5 943 444,00	5 486 256
Multiple EV/EBITDA	8,10	8,10
Valeur de l'entreprise (Entreprise Value)	48 141 896,40	44 438 674
Différence		- 3 703 223

- Prise en compte de données obsolètes : volontaires ou non, ces erreurs sont récurrentes. La période limite de douze mois définie dans les IPEV Guidelines est bien souvent ignorée.

S'il s'avère presque impossible de prouver que ces erreurs sont d'origine intentionnelle, il faudra tout de même que l'auditeur fasse preuve de la plus grande attention pour détecter ces problèmes, et, s'ils s'avèrent matériels, d'en demander la modification par le client.

---

## 5. LA PREUVE DE LA DETENTION

Bien que mentionnée tardivement dans cette présentation, la preuve de la détention est un élément crucial de la valorisation d'entreprise. En effet, tout le travail effectué lors de la valorisation pourrait être vain si le client n'est pas en mesure de justifier sa détention dans l'investissement.

Cette preuve peut être obtenue à l'aide de documents contractuels, notamment par l'obtention du *Share Purchase Agreements* (contrat de souscription d'actions), d'un registre des actionnaires (*Shareholder Register*) ou encore à l'aide de circularisation auprès de tiers. Un organigramme signé peut également servir de preuve de détention, mais il reste préférable de privilégier les autres options, qui sont source d'une plus grande assurance.

Dans tous les cas, l'auditeur devra s'assurer que ces documents ont bien été signés par toutes les parties. Il faudra aussi s'assurer que les parties prenantes sont bien celles que l'on audite, car un manque d'attention ou d'expérience pourrait ainsi amener à une mauvaise interprétation du document (à titre d'exemple : la différence entre *Global II PE Fund* et *Global I PE Fund* est très subtile).

En cas d'absence de caractère probant des éléments sensés justifier la détention, l'auditeur sera forcé de refuser l'ajout de la valeur dans le patrimoine de l'entreprise.

Le cas suivant traite de l'impact de la non prise en compte de la valorisation d'une société civile immobilière, la preuve de la détention de cette dernière n'ayant pu être établie. L'entreprise est valorisée à l'aide d'un multiple de revenu auquel est ajoutée la valeur d'une SCI valorisée par un expert indépendant :

CrossRoads Inc. Valuation		
<i>in €</i>	Client Valuation	Auditor Valuation
Revenue	11 226 954,00	11 226 954,00
Revenue Multiple	0,76	0,76
Total	8 532 485,04	8 532 485,04
Net Debt	1 785 369,00	1 785 369,00
Cash from SCI Valuation	1 269 000,00	-
Fair Value	8 016 116,04	6 747 116,04
Difference		<b>1 269 000,00</b>

Dans cette situation, nous pouvons constater que l'auditeur a totalement rejeté la valorisation de la SCI, car aucune preuve de détention n'a pu être fournie. L'impact est conséquent et risquerait d'avoir une influence sur l'opinion d'audit si aucune modification n'est apportée aux comptes.

## 6. LES GARANTIES EN CAS DE DEFAUT DE PAIEMENT D'UN EMPRUNT

Comme mentionné précédemment, les fonds de *Private Equity* investissent aussi par l'intermédiaire d'emprunts, qu'ils garantissent aux entreprises en échange d'une rémunération, généralement un taux d'intérêt prédéfini.

Comme les banques, les fonds sont confrontés aux risques de défaut de leurs investissements. Ainsi, il se peut que les entreprises en difficulté ne soient plus en mesure d'honorer les échéances de remboursement des prêts obtenus. Il sera parfois nécessaire pour les fonds de constater la dépréciation de ces prêts, qui pourra d'ailleurs être totale en cas de liquidation judiciaire de l'entreprise.

La mauvaise passe de ces entreprises peut cependant s'avérer temporaire. Dans cette configuration, les actionnaires des entreprises en difficultés pourraient préférer la possibilité de mettre en garantie leurs fonds personnels, si leur patrimoine est suffisant.

Si tel était le cas, le fonds pourrait décider de ne pas constater de dépréciation pour cet actif. L'auditeur devra donc s'assurer que les garanties obtenues sont suffisantes pour couvrir le remboursement de la totalité du prêt.

Pour s'assurer de la couverture du risque, il sera nécessaire d'obtenir une étude patrimoniale des garants, afin d'être certain qu'ils disposent bien des fonds requis pour payer les montants sur lesquels ils se sont engagés.

De plus, il faudra s'assurer que le montant total du prêt, majoré des intérêts, est entièrement couvert par les garanties.

Assessment of Guarantees' Coverage	
<i>in USD</i>	
Convertible Loan Principal	45 000 000
IRR (taux d'intérêt du prêt)	15%
Start Date	10/07/2015
Year End	31/12/2018
Accrued interest Period (Days)	1271
Annual Compounding Basis (Days)	365
Accrued Interest Period (Years)	3,48
Accrued Convertible Loan Value	73 210 612
Shareholders Personal Guarantees	70 000 000
<b>Amount Not Covered by Guarantees</b>	<b>3 210 612</b>

Dans le cas ci-dessus, nous constatons que les actionnaires ont consenti une garantie de 70 millions de dollars. Après recalcul de la valeur du prêt et des intérêts, nous constatons qu'environ 3 millions de dollars ne sont pas couverts par les garanties personnelles des actionnaires.

Pour maintenir la valeur de l'investissement dans les comptes, les actionnaires vont devoir souscrire des garanties supplémentaires. S'ils ne sont pas en mesure de le faire, il faudra constater une provision permettant de couvrir cet écart.

#### D. L'IMPACT DES ERREURS DE VALORISATION DANS L'OPINION D'AUDIT

Si les erreurs de valorisations sont fréquentes dans l'audit des fonds de *Private Equity*, toutes n'ont pas le même impact. Pour déterminer leur importance, l'auditeur met en place des seuils de matérialité qu'il juge appropriés au regard des risques auxquels l'entreprise est confrontée.

##### A. DETERMINATION DE LA MATERIALITE

Les écarts de valorisation entre les montants obtenus lors de la mission d'audit et ceux fournis par le client vont être notifiés à l'entreprise auditée uniquement si ces derniers dépassent les seuils définis au début de la mission d'audit.

La détermination de la matérialité se fera donc en fonction de l'interprétation des risques par l'auditeur. Celle-ci va être établie en calculant un pourcentage de certains postes du bilan ou

du compte de résultat, tels que la valeur nette de l'actif (*Net Asset Value*), le chiffre d'affaires (*Total Income*), la marge (*Gross Profit*) ou encore les capitaux propres (*Total Equity*).

Materiality: Invest Africa Fund		
in €		
Net Asset Value		237 706 630
<b>Planned Materiality</b>	<b>5% of NAV</b>	<b>11 885 332</b>
Tolerable Error	75% of PM	8 913 999
SAD	5% of PM	594 267

Dans le cas ci-dessus, l'auditeur s'est basé sur un pourcentage de la *Net Asset Value*, variable en fonction des risques déterminés par l'auditeur. Les résultats obtenus signifient que toute erreur de valorisation supérieure à 11,88 millions d'euros se traduirait par des comptes annuels inexacts. Une telle différence ne sera donc pas acceptable et devra donc faire l'objet d'une modification pour éviter le refus de certification de la part du commissaire aux comptes.

Si la somme des écarts de valorisation est supérieure à l'erreur tolérable (*tolerable error*), il conviendra là aussi de demander au client d'effectuer des ajustements pour que celle-ci soit inférieure au seuil. Le pourcentage utilisé dans la détermination de la *tolerable error* est lui aussi variable et devra être ajusté en fonction de l'appréciation par l'auditeur des risques que comporte l'entreprise.

Dans un souci de précaution, il faudra garder une marge suffisante entre la *tolerable error* et la somme des différences repérées au cours de l'audit, pour prévenir les risques de non-détection. En effet, une erreur d'interprétation de la part de l'auditeur pourrait augmenter les écarts et fausser les comptes. Celui-ci risquerait par ailleurs des sanctions de la part du régulateur.

Enfin, les écarts d'évaluation se situant sous le seuil du SAD (seuil de remontée des ajustements propre au cabinet d'audit) ne font normalement l'objet que de peu de travaux. Il conviendra cependant de s'assurer que la somme de ces différences non-significatives ne résulte pas d'une différence dont le montant pourrait avoir un impact sur l'opinion d'audit.

---

## B. LA PRISE EN COMPTE DES AJUSTEMENTS PAR LE CLIENT

Une fois la mission de l'auditeur terminée, il se peut que des écarts d'évaluation significatifs apparaissent. Au regard de la relation commerciale existant entre le client et le cabinet

d'audit, l'auditeur va rencontrer son client pour lui faire part de ses conclusions avant l'émission de son rapport d'audit. Les différentes parties seront donc en mesure de discuter des écarts d'évaluation. Le client va ainsi prendre en compte les différents ajustements suggérés et argumenter sa réflexion en cas de désaccord.

Idéalement, le client modifiera sa comptabilité pour être en accord avec les valorisations effectuées par l'auditeur et lui permettra d'obtenir une opinion sans réserve. Au-delà de la technique comptable pure, l'auditeur devra faire preuve de compréhension pour intégrer la réflexion du client dans son opinion d'audit.

---

### C. L'OPINION FINALE

L'avis du commissaire aux comptes ayant généralement un impact fort sur les parties prenantes d'un fonds de *Private Equity* (investisseurs, banques, ...), il est très rare de trouver des opinions émises avec réserve ou des refus de certification.

Ainsi, les clients prennent généralement en compte les remarques communiquées à la suite de la mission d'audit et modifient en conséquence leurs comptes annuels. Ces changements apportés leur permettront de conserver une image positive auprès des tiers avec qui ils entretiennent des relations professionnelles et commerciales.

De plus, l'obtention d'une opinion sans réserve à la suite d'un audit performé par un cabinet réputé viendra renforcer leur réputation et leur crédibilité sur le marché. Les investisseurs se verront donc rassurés et auront plus tendance à investir dans le fonds. Il convient toutefois de noter que celle-ci ne reste qu'une opinion et que le risque de défaillance du fonds n'est pas nul. Les exemples récents des faillites de *Pâtisserie Valerie* et de *Carillon* au Royaume-Uni viennent en effet nous rappeler que des audits sans réserve ne garantissent pas forcément la pérennité des entreprises.

En cas de refus des clients de prendre en compte les écarts de valorisation constatés, le commissaire aux comptes se verra contraint d'émettre une opinion avec réserve ou tout simplement de refuser de certifier les comptes. Le refus de la part d'un fonds audité de modifier ses comptes pourrait cependant avoir des conséquences néfastes pour son développement futur. Une telle décision, que nous pouvons considérer comme extrême, ne sera pourtant de la responsabilité du commissaire aux comptes.

## CONCLUSION

La prise en compte de la juste valeur d'un actif financier dans les comptes annuels traduit la volonté des régulateurs de transmettre une information financière actualisée aux parties prenantes à la clôture de l'exercice comptable. Elle s'oppose au principe de valorisation au coût historique, qui méconnaît les évolutions du marché et ses conséquences sur les investissements.

La valorisation d'un actif financier est le résultat d'un processus complexe, dont l'application va nécessiter à la fois des connaissances techniques et un fort esprit critique. En effet, sa mise en œuvre requiert non seulement la maîtrise des normes comptables, mais également une bonne compréhension des mécanismes de la finance et des marchés.

La forte croissance du marché du *Private Equity* vient renforcer le besoin de compétences dans les cabinets d'audit. Ainsi, dans la réalisation de sa mission, l'expérience de l'auditeur va être cruciale pour anticiper les risques et éventuels problèmes incombant à chaque méthode. Il lui faudra non seulement maîtriser les aspects comptables et financiers de chaque investissement, mais aussi le contexte dans lesquels ceux-ci développent leur activité. Surtout, il va devoir faire preuve d'esprit critique pour analyser les méthodes, valider les retraitements et détecter les erreurs.

Au cours de cette étude, nous avons cependant pu constater que la détermination de la valeur d'une entreprise est tout sauf une science exacte. Les méthodes utilisées s'avèrent parfois imprécises et sont empruntées de jugements dont il est parfois difficile d'évaluer la qualité.

De plus, la prise en compte de données sectorielles a pour conséquence de créer un lien fort entre la juste valeur d'un actif financier et son environnement économique. Si cette comparaison est recommandée par les normes IFRS, elle a pour conséquence une relation excessive entre la valeur d'un investissement et les conditions du marché.

De nombreux acteurs du secteur financier et bancaire s'interrogent en effet sur le lien entre l'actualisation de la juste valeur et les crises financières. Au regard de la dernière crise financière, il semblerait que ce mode de valorisation ait eu pour conséquence une surévaluation des actifs financiers.



C'est donc toute la performance économique de ces entreprises qui fut faussée suite à la chute brutale des multiples utilisés dans la valorisation. Les justes valeurs des investissements s'étant écroulées, les entreprises n'ont pu que constater la perte d'une majeure partie de leur capitalisation.

La comptabilisation des actifs financiers à la *fair value* est donc pour beaucoup l'une des causes de la contagion mondiale de la crise des *subprimes*. Cette conclusion, probablement trop extrême, nous incite cependant à nous interroger sur les limites des approches employées actuellement dans les valorisations d'entreprise.

A l'avenir, il serait judicieux que l'évolution du référentiel comptable et des techniques soit plus à même de limiter l'impact des fluctuations du marché sur l'évaluation. Surtout, une réflexion sur le niveau prudence des méthodes actuelles semble essentielle pour éviter les dérives de la spéculation sur les marchés.

## BIBLIOGRAPHIE

### OUVRAGES

- BOUTEILLIER, C. ,KARYOTIS, C., L'essentiel du Private Equity. *Gualino*, 2018.
- PWC, IFRS 19, *Editions Francis Lefebvre*,2018.
- PWC, Memento Fusions & Acquisition 2019, *Editions Francis Lefebvre*,2018.
- STOWELL,D., Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. *Elsevier*, 2015.
- VERNIMMEN, P., QUIRY, P., et LE FUR, Y., Finance d'entreprise 2019. *Dalloz, Paris*, 2018.

### ARTICLES

- BERNSTEIN, S., LERNER,J., MEZZANOTTI, "Private Equity and Financial Fragility during the Financial Crisis",2017,, Working Papers -- Harvard Business School Division of Research, pp. 1–59
- BLOCK, S., 'The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies', *Journal of Applied Finance*, 2007, 17(2), pp. 33–40.
- BOARD, I.P.E.V., "International private equity and venture capital valuation guidelines". December 2018, 2018.
- GIORDANO-SPRING, S., MARTINEZ, I. and VIDAL, O. "Coûts historiques vs. justes valeurs pour mesurer le résultat comptable? Les arguments comparés des professionnels du chiffre",2015, *Comptabilité Contrôle Audit*, 21(3), pp. 119–148
- Sikalidis, A. and Leventis, S., 'The Impact of Unrealized Fair Value Adjustments on Dividend Policy', *European Accounting Review*,2017, 26(2), pp. 283–310.

### RESSOURCES EN LIGNE

- AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, "S'informer sur... Le document d'information clé pour l'investisseur (DICI)",2015, <https://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Comprendre-les-produits-financiers/Placements-collectifs/OPC/Fonds-SICAV-ce-qu-il-faut-savoir>

- CACEIS INVESTOR SERVICES, "Fonds de capital investissement - Guide Pratique", Décembre 2016, <https://www.caceis.com/fr/media-room/publications/guides-de-referance/article/fonds-de-capital-investissement/detail.html>
- DRIFF,A., "Le « private equity » mondial prêt à détrôner la Bourse", Les Echos, Mars 2019, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/ma/le-private-equity-mondial-pret-a-detroner-la-bourse-995394>
- EY, "PE Pulse", January 2019, [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/private-equity/private-equity-pdfs/ey-pe-pulse-january-2019.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/private-equity/private-equity-pdfs/ey-pe-pulse-january-2019.pdf?download)
- FRANCE INVEST, GRANT THORNTON, "Activité des acteurs français du capital-investissement », 30<sup>ème</sup> Edition, Mars 2019, dernière étude disponible sur <http://www.franceinvest.eu/fr/Investisseurs-institutionnels/Les-etudes-cles.html>
- KERR,S. ,SENDER,H., "Private Equity, Inside the fall of Abraaj", Financial Times,2018, <https://www.nytimes.com/2018/02/02/business/abraaj-naqvi-world-bank.html>
- MCKINSEY, "The rise and rise of private markets", McKinsey Global Private Markets Review 2018, <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/the%20rise%20and%20rise%20of%20private%20equity/the-rise-and-rise-of-private-markets-mckinsey-global-private-markets-review-2018.ashx>

## SOURCES RÉGLEMENTAIRES

- AUTORITE DES NORMES COMPTABLES, Règlement N° 2014-01 du 14 janvier 2014 relatif au plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable. *Journal Officiel*, 2014.
- RÈGLEMENT (UE) No 1255/2012 DE LA COMMISSION du 11 décembre 2012 modifiant le règlement (CE) no 1126/2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne la norme comptable internationale IAS 12, les normes internationales d'information financière IFRS 1 et 13 et l'interprétation IFRIC 20 de l'International Financial Reporting Interpretations Committee, *Journal officiel de l'Union Européenne*.