



DECEMBRE 2018

**SYNTHESE DES CONTROLES SPOT  
SUR LA VALORISATION DES  
PARTICIPATIONS NON COTEES  
DANS LES SOCIETES DE CAPITAL  
INVESTISSEMENT**

[amf-france.org](http://amf-france.org)

## INTRODUCTION

Dans le cadre de sa nouvelle stratégie #Supervision2022, l'AMF a annoncé en début d'année son intention de mener des contrôles courts et thématiques intitulées « SPOT » (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique), ainsi que sa volonté de communiquer sur les enseignements tirés de ces exercices. Elle livre aujourd'hui la synthèse de ces contrôles courts réalisés en 2018 sur la valorisation des participations non cotées par les sociétés de capital-investissement.

Ces missions ont couvert les articles L. 214-24-13, L. 214-24-14, L. 214-24-15, L. 214-24-16, L. 214-24-17, L. 533-10-1(2), L. 533-22-2-1 du code monétaire et financier, les articles 31, 33, 34, 35, 59(2), 61(1), 61(2)(a), 62, 67, 68, 69, 71(1), 103 du règlement délégué (UE) n°231/2013, les articles 121-4 et 321-1 du règlement n°2014-01 de l'Autorité des Normes Comptables et la section 5 du règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital-investissement établi par l'AFG et France Invest (ex AFIC), relative aux transferts de participations.

Cette synthèse ne constitue pas un élément de doctrine. Elle ne constitue ni une position, ni une recommandation.

### 1 PERIMETRE ET DEMARCHE DES CONTRÔLES REALISES EN 2018

Les contrôles SPOT sur la valorisation des participations non cotées menés en 2018 s'inscrivent dans la lignée de précédents contrôles réalisés par l'AMF sur des sociétés de gestion de portefeuille spécialisées dans le capital-investissement. L'AMF avait alors relevé :

- (i) des lacunes dans les procédures de valorisation, souvent trop succinctes et insuffisamment précises quant aux méthodes employées, à leur hiérarchie et à leurs modalités de mise en œuvre ;
- (ii) un manque de formalisation et de traçabilité du processus de valorisation des participations en cours de vie, voire dans un cas une absence de mise à jour des valorisations (maintenues au prix de revient pendant de longues périodes sans justification) ;
- (iii) un défaut de contrôle de second niveau du dispositif de valorisation.

Ces différentes défaillances ne permettaient pas de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des méthodes de valorisation retenues (cohérence dans le temps pour une même participation et cohérence entre différentes participations) ; ainsi, le défaut de formalisation, *a priori* comme *a posteriori*, ne garantissait pas que le risque d'une valorisation discrétionnaire était évité<sup>1</sup>.

L'AMF avait par ailleurs constaté à plusieurs reprises que les transferts de participations entre véhicules n'étaient pas encadrés de manière robuste (absence de procédure en la matière, absence de recours à un expert indépendant ou expertise établie postérieurement à la cession).

---

<sup>1</sup> Il convient à cet égard de se référer aux décisions de la Commission des sanctions de l'AMF n°18 du 29 décembre 2017 et n°14 du 17 novembre 2016.

A l'aune de ces constats, les contrôles SPOT qui ont été réalisés conjointement dans cinq sociétés de gestion de portefeuille (SGP) spécialisée dans le capital-investissement et s'adressant à une clientèle professionnelle, toutes agréées au titre de la directive AIFM<sup>2</sup> se sont intéressés en particulier :

- à l'organisation du dispositif de valorisation financière, notamment en ce qui concerne le niveau d'indépendance de l'évaluateur (interne ou externe) par rapport à la gestion ;
- au caractère suffisamment opérationnel de la procédure de valorisation en place, à sa conformité aux règles de l'ANC et de l'IPEV et à sa capacité à réduire de façon satisfaisante le risque d'arbitraire dans l'application des méthodes de valorisation et des décotes de prudence ;
- à la cohérence et la justification adéquate de la valorisation, testées au travers d'un échantillon de 4 à 5 participations valorisées par SGP ;
- à l'encadrement du prix de cession lors des transferts de participation entre deux fonds gérés par la même SGP ;
- à la cohérence entre la valorisation à l'inventaire et le prix de cession, ainsi qu'à l'existence de cas potentiels de survalorisation ;
- à la correcte information des porteurs de parts sur la valorisation des participations dans les fonds ;
- au dispositif de contrôle interne en place sur le processus de valorisation.

Les investigations ont porté sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2015 au 31 décembre 2017.

## 2 PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS

### SYNTHESE

#### Indépendance du valorisateur :

- Une **fonction de valorisateur** a bien été mise en place pour les 5 SGP contrôlées. 3 SGP ont fait le choix d'un valorisateur interne, 2 d'un valorisateur externe. Cette fonction est complétée pour l'une des SGP par une personne spécifiquement en charge du contrôle de premier niveau sur le respect de la procédure.
- Pour 4 des SGP contrôlées, aucune problématique n'a été relevée s'agissant de l'indépendance du valorisateur. En revanche, cette indépendance n'est pas garantie sur la période sous contrôle pour 1 SGP de l'échantillon car la procédure stipule que ce sont les dirigeants (qui sont par ailleurs gérants financiers) qui décident *in fine* de la valorisation. Par ailleurs, les éléments transmis ne permettent pas de connaître les diligences effectuées par le valorisateur, **ni les raisons l'ayant amené à valider les évolutions constatées** de la méthodologie, ni la teneur des échanges et éventuels désaccords avec les dirigeants de la SGP.

#### Rappels de la réglementation applicable

- Dans le cas où la préparation des fiches de valorisation est réalisée en premier niveau par les directeurs de participation (avant revue par le valorisateur), l'évaluateur indépendant doit tracer l'intégralité des diligences qu'il a lui-même menées, même si elles reposent pour partie sur le travail effectué en amont

<sup>2</sup> Les SGP en question sont de tailles variables (actifs sous gestion variant de 0,1 à 2,5 Mds€).

par les gérants<sup>3</sup>.

- La SGP, qui est en dernier ressort responsable de l'établissement des valeurs liquidatives, peut choisir de ne pas retenir la valorisation proposée par l'expert indépendant (qu'il soit interne ou externe ; cas de « forçage ») si les échanges et éventuels désaccords entre l'expert indépendant et la SGP sont formalisés et conservés, et les forçages font l'objet d'une justification formalisée<sup>4</sup>.

#### Dispositif de valorisation et procédures associées :

- Sur les 5 procédures de valorisation, 4 décrivent les méthodes de valorisation utilisées (la 5<sup>ème</sup> se contente de décrire les principales étapes du processus de valorisation, mais est muette sur les méthodes de valorisation), mais seules deux d'entre elles hiérarchisent ces méthodes entre elles, et déterminent dans quel cas chaque méthode sera utilisée. Par ailleurs, les procédures sont insuffisamment précises sur les modalités pratiques de mise en œuvre de ces méthodes de valorisation.

#### **Rappels de la réglementation applicable**

- Les SGP doivent disposer d'une procédure de valorisation précise, détaillée, opérationnelle, adaptée et la plus complète possible<sup>5</sup>. Cette procédure :
- ne doit pas se contenter de dresser un inventaire des méthodes de valorisation qui pourront être utilisées, mais doit indiquer dans quels types de cas chaque méthode sera privilégiée<sup>6</sup>, afin de réduire au minimum le risque d'utilisation de méthodes de valorisation discrétionnaires ;
  - doit être aussi précise que possible s'agissant des modalités pratiques de mise en œuvre de ces méthodes<sup>7</sup>. A titre d'exemple, cette procédure pourrait préciser en fonction de quels critères le niveau de décote sera décidé, indiquer si le valorisateur retiendra la moyenne ou la médiane des multiples des comparables, fournir la taille minimale des échantillons de comparables, etc. ;
  - doit exposer les modalités de valorisation des obligations convertibles, et plus généralement de tous les types d'actifs détenus par les fonds<sup>8</sup>.

#### Valorisation des participations transférées entre portefeuilles :

- Au total, la mission de contrôle a identifié 7 opérations de transfert, dont 3 cas de portage. La mission de contrôle n'a pas détecté dans leur réalisation d'atteinte à l'intérêt des porteurs, mais note toutefois que les opérations de portage n'ont pas fait l'objet d'une documentation en amont.

#### **Rappel de la réglementation applicable**

- Dans la mesure où les transferts de participations entre portefeuilles sont intrinsèquement porteurs d'un risque de conflits d'intérêts, ils ne doivent pas constituer une modalité de gestion courante des cessions : ils doivent être réalisés dans l'intérêt du fonds cédant comme dans celui du fonds acquéreur et dans des conditions de valorisation adaptées, comme le rappelle la position recommandation AMF 2012-11<sup>9</sup> II

<sup>3</sup> Articles L. 214-24-15 et L. 214-24-17 du code monétaire et financier, article 67 du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>4</sup> Article L. 214-24-13 du code monétaire et financier, articles 67(3) et 71 du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>5</sup> Article L. 214-24-14 du code monétaire et financier, articles 59(2) et 67 du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>6</sup> Article 321-1 du règlement n°2014-01 de l'Autorité des Normes Comptables.

<sup>7</sup> Article 68 du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>8</sup> Articles 67(1), 2<sup>e</sup> alinéa, et 69 (2) du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>9</sup> « Les sociétés de gestion doivent faire preuve d'une vigilance particulière dans l'hypothèse où elles souhaitent, dans le cadre de ce

importe que ces transferts soient encadrés en amont par des règles précises dans le corpus procédural de la SGP qui doit gérer ces conflits d'intérêts<sup>10</sup> en s'appuyant notamment sur le règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital-investissement établi par l'AFG et France Invest (ex AFIC), dont la section 5 indique que l'appel à un ou plusieurs experts indépendants ou la cession concomitante d'une part de l'actif visé à un tiers non placé dans une situation de conflit d'intérêts est un « *minimum indispensable* », mais « *ne saurait cependant être considérée comme garantissant que la valorisation est conforme à l'intérêt des clients du cédant et des clients de l'acquéreur* ».

- Toute opération de portage doit, avant sa réalisation, faire l'objet d'une documentation adéquate (convention de portage par exemple) stipulant notamment l'intention, la raison, les fonds et participations concernés, le nombre de titres, les conditions de rémunération éventuelles, la durée du portage, afin d'éviter toute ambiguïté dans le cadre de la valorisation des participations concernées<sup>11</sup>.

#### Bonne pratique

- Solliciter l'avis du comité des investisseurs (lorsqu'il existe) afin de réduire le risque de conflits d'intérêts dans le cadre des transferts de participations entre fonds.

#### Information des souscripteurs concernant la valorisation des participations :

- L'information communiquée *a posteriori* aux investisseurs via les rapports périodiques des fonds est complète sur le sujet de la valorisation et donne notamment le détail des méthodes de valorisation utilisées. En revanche, l'information communiquée *a priori* via les règlements des fonds, n'est pas suffisante pour 2 des SGP contrôlées en termes de description des méthodes de valorisation utilisables et des critères de sélection associés.

#### Bonne pratique

- Intégrer dans les rapports périodiques de gestion des fonds le détail des méthodes de valorisation qui ont été utilisées et des hypothèses qui ont été retenues pour chaque ligne en portefeuille. A défaut d'information dans les rapports périodiques, renvoyer à une description disponible par ailleurs.

#### Justification de la valorisation :

- La mission de contrôle a testé le processus de valorisation sur un échantillon de 4 à 5 participations par SGP valorisées lors de 6 dates consécutives. Ce test a permis d'identifier **le caractère trop partiel de l'ensemble des pistes d'audit fournies**. De nombreuses explications manquent en effet concernant les choix de méthodes de valorisation, les raisons du choix des agrégats (méthode des multiples), la nature des diligences du valorisateur, la décomposition de la valorisation par type d'instruments, etc.

#### Rappel de la réglementation applicable

- Il est nécessaire d'établir pour chaque valorisation des participations une piste d'audit formelle,

---

*processus de liquidation, transférer des actifs non cotés vers d'autres véhicules d'investissement gérés par elles-mêmes ou une entité de leur groupe. Elle rappelle que la société de gestion doit être en mesure de démontrer que cette cession est dans l'intérêt tant de l'entité cédante que de l'entité acquéreuse et qu'elle est réalisée dans des conditions de valorisation adaptées quand bien même de telles cessions n'auraient pas ou seraient susceptibles de ne pas trouver preneur sur le marché, compte tenu de la difficulté à déterminer dans ces conditions un prix de cession pour ces actifs. »*

<sup>10</sup> Articles 31, 34 et 35 du règlement délégué (UE) n°231/2013.

<sup>11</sup> Article L. 533-10-1(2) du code monétaire et financier, articles 67(1) et 71(1) du règlement délégué (UE) n°231/2013.

exhaustive et autosuffisante. Celle-ci doit permettre de comprendre explicitement les raisons du choix des méthodes, de l'évolution des modes de calcul (changement de paramètres), les diligences du valorisateur ainsi que la valeur de l'ensemble des instruments composant la participation<sup>12</sup>.

#### Dispositif de contrôle de la valorisation des participations :

- Le contrôle permanent du processus de valorisation est inscrit au PCCI de l'ensemble des SGP. En revanche, **sa formalisation est insuffisante pour 3 des SGP** eu égard au manque de détail sur les diligences menées et la piste d'audit associée. Le contrôle périodique est intégré au contrôle permanent pour 3 des 5 SGP. Pour les deux autres, les travaux de contrôle périodique menés sont en ligne avec les analyses menées par la mission de contrôle.

#### Rappel de la réglementation applicable

- Il est indispensable de formaliser des fiches de contrôle de la valorisation explicites et détaillées, accompagnées de documents et justificatifs sous-tendant les contrôles<sup>13</sup>.

#### Bonne pratique

- Intégrer dans la démarche de contrôle interne les enseignements tirés des sanctions de l'AMF portant sur les SGP de capital-investissement.

## 2.1 L'INDEPENDANCE DU VALORISATEUR

**3 SGP sur 5 disposent d'un valorisateur interne.** Il s'agit soit d'une personne, soit d'un comité de personnes indépendantes de la gestion. **2 SGP sur 5 ont externalisé cette fonction.** Une convention a bien été mise en place entre la SGP et le valorisateur dans ce cadre. Toutefois, **cette convention ne précise pas les méthodes de valorisation qui seront utilisées** par le valorisateur externe dans le cadre de ses opérations de contre-valorisation.

A noter que l'une des SGP **a complété son dispositif par la mise en place d'un « valuation officer »** en complément du comité de valorisation. Le rôle de ce collaborateur est d'effectuer un contrôle de premier niveau systématique sur le déroulement de chaque opération de valorisation semestrielle. Afin d'éviter le **risque de confusion** entre ce rôle de contrôleur et le rôle de valorisateur interne (tenu par le comité), il a été demandé à cette SGP de clarifier les responsabilités exactes de chacun dans sa procédure.

**Pour 4 des 5 SGP contrôlées, aucune problématique n'a été relevée s'agissant de l'indépendance du valorisateur.**

En revanche, **l'indépendance du valorisateur par rapport à la gestion n'est pas garantie a priori pour l'une des SGP.** En effet, selon la procédure, les dirigeants de la SGP, par ailleurs gérants financiers, sont *in fine*

<sup>12</sup> Article L. 533-10-1(2) du code monétaire et financier, articles 67(1), 69 et 71(1) du règlement délégué (UE) n°231/2013, article 121-4 du règlement n°2014-01 de l'Autorité des Normes Comptables.

<sup>13</sup> Article 61(2)(a) du règlement délégué (UE) n°231/2013.

décisionnaires en matière de valorisation. Par ailleurs, les éléments transmis ne permettent pas de connaître les diligences effectuées par le valorisateur externe, ni les raisons l'ayant amené à valider les évolutions de méthodologie proposées par l'équipe de gestion, ni la teneur des échanges et éventuels désaccords entre les deux parties. La SGP s'est justifiée en indiquant qu'en pratique, le processus de valorisation était itératif et permettait aux dirigeants et au valorisateur indépendant d'adopter in fine une position commune.

#### Rappels de la réglementation applicable

- Dans le cas où la préparation des fiches de valorisation est réalisée en premier niveau par les directeurs de participation (avant revue par le valorisateur), l'évaluateur indépendant doit tracer l'intégralité des diligences qu'il a lui-même menées, même si elles reposent pour partie sur le travail effectué en amont par les gérants.
- La SGP, qui est en dernier ressort responsable de l'établissement des valeurs liquidatives, peut choisir de ne pas retenir la valorisation proposée par l'expert indépendant (qu'il soit interne ou externe ; cas de « forçage ») si les échanges et éventuels désaccords entre l'expert indépendant et la SGP sont formalisés et conservés, et les forçages font l'objet d'une justification formalisée.

## 2.2 LE DISPOSITIF DE VALORISATION ET LES PROCEDURES ASSOCIEES

Les 5 SGP présentent des dispositifs de valorisation dont les piliers sont relativement similaires :

- établissement d'une première valorisation sur base des données de la gestion ;
- revue des premières valorisations proposées par un membre du ComEx de la SGP (Secrétaire Général et/ou DAF) ;
- présentation de l'ensemble des valorisations (avec justifications associées) lors d'un comité de valorisation interne ;
- réalisation d'une contre-valorisation par le valorisateur interne ou externe ;
- échanges entre le valorisateur et le comité jusqu'à consensus sur une valorisation finale par participation revue ;
- formalisation des valorisations retenues ;
- transmission de ces valorisations au valorisateur comptable externe ;
- contrôle de second / troisième niveau réalisé régulièrement sur le processus de valorisation par un professionnel non opérationnel sur le processus.

Les principales différences entre les SGP résident notamment dans les spécificités organisationnelles telles que :

- le statut du valorisateur (interne ou externe, personne physique ou comité) ;
- la présence chez une SGP d'un « *valuation officer* » spécifiquement désigné pour le contrôle (de premier niveau) du respect du processus de valorisation.

Les 5 SGP ont mis en place une procédure de valorisation dédiée. Une d'entre elles est toutefois notoirement incomplète, dans la mesure où elle décrit succinctement les différentes étapes du processus de valorisation, mais ne donne aucune information sur les méthodes de valorisation utilisées. S'agissant des 4 autres procédures, les méthodes de valorisation les plus fréquemment mentionnées sont les suivantes :

- prix d'un investissement récent ;
- multiples de résultats ;
- prix envisagé dans le cadre d'un processus de cession ;
- DCF (*discounted cash-flows*) ;
- actif net.

En revanche, seules deux de ces procédures indiquent quelles méthodes sont utilisées prioritairement et selon quels critères les méthodes sont choisies. En l'occurrence, ces procédures stipulent que :

- post-acquisition : le prix de l'investissement est utilisé pendant 12 mois ;
- ensuite, les deux SGP utilisent en priorité la méthode des multiples boursiers.

Les autres procédures se contentent de lister les méthodes, mais sans établir de hiérarchie ni de critères de choix. Elles laissent ainsi la possibilité d'un choix arbitraire en pratique.

Ensuite, les procédures sont insuffisamment précises concernant les modalités opérationnelles de mise en œuvre des méthodes de valorisation :

- dans le cadre de la méthode des multiples boursiers :
  - seule une procédure indique la taille minimale des échantillons de comparables ;
  - aucune des cinq procédures n'indique comment déterminer les multiples à appliquer à la participation, à partir des multiples des comparables (par exemple, faut-il retenir la moyenne ou la médiane ?) ;
- les procédures (hormis celle qui ne donne aucune information sur les méthodes de valorisation) préconisent d'appliquer une décote d'illiquidité, mais seules deux d'entre elles indiquent les critères permettant de déterminer le niveau de décote à appliquer ;
- aucune procédure (hormis une) ne stipule le mode de valorisation des obligations convertibles. En effet, les procédures (hormis celle qui ne donne aucune information sur les méthodes de valorisation) comportent des informations sur le calcul de la Valeur d'Entreprise (VE), mais pas sur la décomposition de cette valeur entre les différents instruments.



### Rappels de la réglementation applicable

- Les SGP doivent disposer d'une procédure de valorisation précise, détaillée, opérationnelle, adaptée et la plus complète possible. Cette procédure :
- ne doit pas se contenter de dresser un inventaire des méthodes de valorisation qui pourront être utilisées, mais doit indiquer dans quels types de cas chaque méthode sera privilégiée, afin de réduire au minimum le risque d'utilisation de méthodes de valorisation discrétionnaires ;
  - doit être précise s'agissant des modalités pratiques de mise en œuvre de ces méthodes. A titre d'exemple, cette procédure doit préciser en fonction de quels critères le niveau de décote sera décidé, indiquer si le valorisateur retiendra la moyenne ou la médiane des multiples des comparables, fournir la taille minimale des échantillons de comparables, fixer les critères présidant à la sélection des comparables, etc. ;
  - doit exposer les modalités de valorisation des obligations convertibles et plus généralement de tous les types d'actifs détenus par les fonds.

### 2.3 LA VALORISATION DES PARTICIPATIONS TRANSFEREES ENTRE PORTEFEUILLES

Le risque de conflit d'intérêts associé aux transferts éventuels de participations entre deux portefeuilles gérés par la SGP **est adressé par 2 SGP sur 5** dans leur corpus procédural. Les procédures de ces 2 SGP demandent, en cas de transferts, que l'avis d'un expert soit sollicité, ainsi que l'approbation du comité des investisseurs.

S'agissant des 3 autres SGP :

- pour deux d'entre elles, les règlements des fonds gérés font référence au risque de conflit d'intérêts associé aux transferts de participation mais le mode opératoire proposé n'intègre pas la nécessité de faire appel à un expert indépendant ;
- pour la dernière, la description du mode opératoire est complète mais n'est formalisée que dans une partie des règlements.

Matériellement, seules 2 SGP sur 5 ont réalisé des opérations de transferts (7 en tout) sur la période contrôlée :

- 4 d'entre elles (par une seule SGP) sont des transferts « classiques » pour lesquels le prix a été fixé via rapport d'expert ou intervention d'un investisseur tiers ;
- 3 sont des opérations de portage (menées par les deux SGP). La mission de contrôle n'a pas détecté de formalisation suffisante de ces opérations de portage en amont de leur réalisation (description des caractéristiques de l'opération (fonds concernés, durée de portage, etc.) et conditions de valorisation. Toutefois, la mission de contrôle n'a pas détecté d'atteinte à l'intérêt des porteurs dans la mesure où (1) les titres ont été rétrocédés à leur prix d'acquisition et (2) la durée de portage a été limitée.

#### Rappels de la réglementation applicable

- Dans la mesure où les transferts de participations entre portefeuilles sont intrinsèquement porteurs d'un risque de conflits d'intérêts, ils ne doivent pas constituer une modalité de gestion courante des cessions : ils doivent être réalisés dans l'intérêt du fonds cédant comme dans celui du fonds acquéreur et dans des conditions de valorisation adaptées, comme le rappelle la position recommandation AMF 2012-11. Il importe que ces transferts soient encadrés en amont par des règles précises dans le corpus procédural de la SGP qui doit gérer ces conflits d'intérêts en s'appuyant notamment sur le règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital-investissement établi par l'AFG et France Invest (ex AFIC), dont la section 5 indique que l'appel à un ou plusieurs experts indépendants ou la cession concomitante d'une part de l'actif visé à un tiers non placé dans une situation de conflit d'intérêts est un « *minimum indispensable* », mais « *ne saurait cependant être considérée comme garantissant que la valorisation est conforme à l'intérêt des clients du cédant et des clients de l'acquéreur* ».
- Toute opération de portage doit, avant sa réalisation, faire l'objet d'une documentation adéquate (convention de portage par exemple) stipulant notamment l'intention, la raison, les fonds et participations concernés, le nombre de titres, les conditions de rémunération éventuelles, la durée du portage, afin d'éviter toute ambiguïté dans le cadre de la valorisation des participations concernées.

#### Bonne pratique

- Requérir l'approbation formelle du comité des investisseurs (lorsqu'il existe) afin de réduire le risque de conflits d'intérêts dans le cadre des transferts de participations entre fonds.

## 2.4 L'INFORMATION DES SOUSCRIPTEURS CONCERNANT LA VALORISATION DES PARTICIPATIONS

Pour 3 SGP sur 5, l'information reçue en amont par les investisseurs via les règlements des fonds est adéquate en ce sens qu'elle fait référence aux règles de l'IPEV, au concept de « juste valeur » et aux méthodes de valorisation disponibles. **Pour les 2 autres SGP, cette information est partielle :**

- soit elle n'est pas présente dans les règlements de l'ensemble des fonds et ne précise pas les critères selon lesquels une méthode a été retenue ;
- soit elle ne donne pas d'information sur les méthodes de valorisation utilisées.

Toutefois, il n'a pas été détecté de lacune dans l'information reçue *a posteriori* par les investisseurs via les reportings périodiques des fonds. Ces derniers intègrent notamment le détail des méthodes de valorisation utilisées.

#### Bonne pratique

- Intégrer dans les rapports périodiques de gestion des fonds le détail des méthodes de valorisation qui ont été utilisées et des hypothèses qui ont été retenues pour chaque ligne en portefeuille. A défaut d'information dans les rapports périodiques, renvoyer à une description disponible par ailleurs.

## 2.5 LA JUSTIFICATION DE LA VALORISATION DES PARTICIPATIONS

La mission de contrôle a mené pour chaque SGP un test sur la valorisation d'un échantillon de 4 à 5 participations<sup>14</sup> à chaque fin de semestre sur la période janvier 2015 – décembre 2017 (soit 6 dates de valorisation). Ce test, qui a donc porté sur un total de 144<sup>15</sup> occurrences de valorisation, visait notamment à :

- s'assurer que la valorisation à chaque date faisait bien l'objet d'une justification écrite ;
- vérifier que les choix opérés en matière de valorisation étaient bien conformes à la procédure et aux principes des guidelines IPEV ;
- vérifier que la SGP respectait bien, sauf exception dûment justifiée, le principe de permanence des méthodes.

Ce test a permis de vérifier que toutes les participations du panel valorisaient bien les participations à leur juste valeur. En effet, le recours au prix d'acquisition était bien limité aux transactions récentes. Dans le cadre du calcul de cette juste valeur, la méthode de valorisation la plus utilisée est celle des multiples boursiers. Cette méthode est en effet couramment utilisée par toutes les sociétés du panel, à l'exception d'une SGP, qui utilise le multiple d'acquisition, éventuellement revu à la hausse ou à la baisse<sup>16</sup>. Les sociétés du panel recourent plus particulièrement au seul multiple d'EBITDA, à l'exception d'une autre SGP, qui choisit plusieurs indicateurs (VE/EBITDA mais également VE<sup>17</sup>/CA, VE/EBIT, PCF<sup>18</sup> ou PER), qui peuvent différer en fonction des caractéristiques des participations. Le fait d'utiliser le VE/EBIT, le PER ou le PCF en plus du VE/EBITDA et du VE/CA permet notamment de prendre en compte le fait que les sociétés comparables n'ont pas nécessairement la même structure financière ni la même structure de marge<sup>19</sup>.

*A contrario*, aucun cas de recours au DCF n'a été identifié.

Par ailleurs, 3 sociétés du panel ont valorisé une ou des participations sur la base du prix de cession estimé, dans le cadre d'un processus de cession en cours. Cette démarche n'est pas prévue par la procédure d'une des trois SGP concernées.

Dans le cadre de ce test, il s'est avéré **qu'aucune SGP n'a transmis à la mission de contrôle une piste d'audit complète** permettant de comprendre et de justifier les étapes de la valorisation et de confirmer leur conformité à la procédure fournie (PV et support de comité de valorisation, fiche de valorisation, tableau des multiples de comparables, synthèse de l'évaluateur notamment). De nombreuses explications manquent en effet, concernant :

- les choix de méthodes de valorisation, parmi les différentes méthodes possibles (multiples boursiers,

<sup>14</sup> 4 participations testées pour 1 SGP, 5 pour chacune des 4 autres

<sup>15</sup> C'est-à-dire (6 x 4) + (6 x 5 x 4) occurrences

<sup>16</sup> Par exemple, si une participation a été acquise par le fonds pour 8x son EBITDA, elle continuera en cours de vie à être valorisée autour de 8x son EBITDA actualisé.

<sup>17</sup> Valeur d'Entreprise.

<sup>18</sup> *Price to cash-flow*.

<sup>19</sup> Par exemple, deux sociétés comparables peuvent avoir un niveau d'EBITDA similaire, mais un montant d'immobilisations sensiblement différent (ce qui se traduira sur les amortissements, et donc sur le niveau d'EBIT). Elles peuvent également avoir un niveau d'endettement (et donc de frais financiers) différent, ce qui se traduira sur le résultat net.

- DCF, etc.) ;
- le choix des agrégats retenus (EBITDA, EBIT, résultat net, etc.) dans le cadre de la méthode des multiples ;
  - la justification du niveau de décote retenu ;
  - la justification de changements de paramètres dans le temps. Par exemple, modifications de l'échantillon de comparables, ou prise en compte alternativement de la moyenne ou de la médiane des multiples des comparables (alors que le recours à la médiane est *a priori* préférable, dans la mesure où il élimine le biais induit par les éventuelles valeurs extrêmes) ;
  - la justification de la mise en œuvre de méthodes ou d'ajustements qui n'étaient pas prévues par la procédure ;
  - la décomposition de la valorisation par type d'instruments.

#### Rappel de la réglementation applicable

➤ Il est nécessaire d'établir pour chaque valorisation des participations une piste d'audit formelle, exhaustive et autosuffisante. Celle-ci doit permettre de comprendre explicitement les raisons du choix des méthodes, de l'évolution des modes de calcul (changement de paramètres), les diligences du valorisateur ainsi que la valeur de l'ensemble des instruments composant la participation.

## 2.6 BACK-TESTING SUR LES CESSIONS DE PARTICIPATIONS DEPUIS 2015

Il a été constaté **55 cessions de participations** sur la période sous contrôle, dont 60 % cédées par une seule SGP. Afin de détecter d'éventuels cas de survalorisation, la mission de contrôle a comparé le prix de cession des participations cédées aux deux dernières valorisations semestrielles calculées.

L'analyse des cessions **ne fait pas apparaître de cas de survalorisation**. En effet, les écarts négatifs constatés entre les deux dernières valorisations et le prix de cession restent limités et de faible niveau (inférieurs à 6 % pour la dernière valorisation).

A contrario, la mission de contrôle a identifié qu'une majorité de cessions avait été réalisée pour des montants nettement supérieurs aux deux dernières valorisations calculées. Bien que des écarts importants aient été observés entre l'avant-dernière valorisation et le prix de cession pour 4 des SGP, une nette correction des écarts est constatée lors de la dernière valorisation.

## 2.7 DISPOSITIF DE CONTROLE DE LA VALORISATION DES PARTICIPATIONS

3 SGP sur 5 disposent d'une fonction RCCI interne. Les 2 autres ont externalisé cette fonction (à un cabinet d'avocat ou de conseil).

#### Plan de conformité et de contrôle interne (PCCI)

**Pour 4 SGP sur 5**, le contrôle du processus de valorisation est **inscrit au PCCI** sur la période revue par la mission de contrôle.

**Pour 1 SGP sur 5** cependant, ce processus disparaît du plan à compter de 2017, en lien avec le transfert de la

responsabilité de ce contrôle du RCCI au « valuation officer ». Ce transfert est conforme à la procédure de valorisation qui stipule en effet que ce dernier a pour rôle de vérifier la correcte application de la procédure de valorisation après chaque comité de valorisation sur la base du support et du compte rendu de ce comité. Néanmoins, **ce transfert équivaut à supprimer le deuxième niveau de contrôle sur le processus de valorisation** puisque le « valuation officer », systématiquement impliqué dans le processus opérationnel, réalise un contrôle de premier niveau. Par ailleurs, **les travaux du « valuation officer » en 2017 n'ont pas fait l'objet d'une formalisation dédiée**. C'est pourquoi la mission a demandé à la SGP de compléter son approche par une revue par le RCCI du processus de valorisation, ce que la SGP a validé.

#### Contrôle permanent

La formalisation des travaux de contrôle de deuxième niveau sur le processus de valorisation est satisfaisante pour 2 SGP sur 5. En revanche, elle s'est avérée insuffisante pour les 3 autres SGP. En effet :

- **pour une SGP**, la fiche de contrôle de la valorisation consiste en une check-list ciblant uniquement l'existence de visa sur les supports de valorisation. Il ne comporte **aucune analyse formalisée sur l'évaluation des participations**. Le dossier de travail de la RCCI est par ailleurs composé de notes manuscrites difficilement exploitables ;
- **pour une autre SGP**, les fiches de contrôle semestrielles fournies **ne permettent pas d'avoir une idée précise des diligences menées**. La conclusion du contrôle n'est par ailleurs pas étayée par une piste d'audit solide (aucun complément à cette piste n'ayant été fourni malgré la demande de la mission de contrôle) ;
- **pour la dernière SGP**, les fiches de contrôle sont bien structurées **mais muettes quant au volume et à la nature des participations testées**. Le RCCI délégataire a reconnu l'intérêt d'être plus précis sur ce point dans la formalisation des travaux futurs.

**Pour l'une des SGP** par ailleurs, la mission de contrôle note la bonne pratique ayant consisté à **prendre en compte, dans une recommandation du RCCI délégué, la sanction adressée par l'AMF à une SGP le 29 décembre 2017**. Une recommandation a ainsi été émise par le contrôle interne de la SGP pour demander la prise en compte dans la procédure de valorisation :

- des mesures garantissant l'indépendance de l'évaluation externe ;
- des conditions de modification des méthodes d'évaluation des actifs ;
- du processus de réexamen de la valeur des actifs lorsqu'il existe un risque significatif d'évaluation incorrecte.

#### Contrôle périodique

En termes organisationnels, il n'y a **pas de service d'audit interne pour 3 SGP sur 5**, ce qui apparaît cohérent, eu égard à leur taille et à leur activité. A l'exception de l'une de ces trois sociétés, le contrôle périodique sur le processus de valorisation est confondu avec le contrôle permanent opéré par un prestataire externe.

**Pour l'une des SGP, le processus de valorisation est adéquatement couvert par le contrôle de troisième niveau**. En effet, deux rapports de contrôle périodique issus du plan d'audit 2014-2015 ont été communiqués à la mission de contrôle. Ces rapports, qui offrent un niveau de détail satisfaisant quant aux diligences menées, adressent les contrôles relatifs :

- à la validation du calcul de la valorisation par le responsable de gestion ;
- au contrôle indépendant de ce calcul par le comité de valorisation et par l'évaluateur interne ;
- à la permanence des méthodes de calcul de la dépréciation de l'actif.

Le plan d'audit prévoit par ailleurs deux audits du processus de valorisation en 2019 et en 2020.

**Pour la dernière SGP**, un audit a été mené en 2017 par un cabinet externe sur la valorisation des participations. **A l'instar de la mission de contrôle**, cet audit récent conclut à l'insuffisance de la traçabilité des évaluations retenues et à la justification insuffisante des niveaux de décote.

#### Rapports annuels de contrôle interne

Ces rapports restituent de façon adéquate les diligences de contrôles menées sur le processus de valorisation, pour les 3 années incluses dans le périmètre de la mission, **pour 2 SGP sur 5**. En revanche, pour 2 des autres SGP, ces contrôles font l'objet de développements insuffisants ou n'ont pas été décrits.

Concernant la dernière SGP, elle n'a pas transmis à la mission de contrôle de rapport annuel de contrôle interne mais les comptes rendus des comités risques trimestriels couvrant l'ensemble des stratégies de la société. Ces comités adressent notamment le processus de valorisation et rassemblent la Conformité et les Risques sous la présidence d'un directeur général délégué de la SGP. Dans ce cadre, le support du comité T2 2016 souligne l'absence d'une politique de valorisation et d'un évaluateur indépendant (ces points ayant été résolus depuis).

#### **Rappel de la réglementation applicable**

➤ Il est indispensable de formaliser des fiches de contrôle de la valorisation explicites et détaillées, accompagnées de documents et justificatifs sous-tendant les contrôles.

#### **Bonne pratique**

➤ Intégrer dans la démarche de contrôle interne les enseignements tirés des sanctions de l'AMF portant sur les SGP de capital-investissement.

\*\*\*

#### **Evolution**

➤ La position-recommandation AMF n°2012-19 sera complétée en 2019 pour intégrer les rappels mentionnés dans la présente synthèse.