

**Louvain School of Management**

# **Analyse des méthodes de valorisation utilisées lors de l'audit des fonds d'investissement**

Auteur : Maai Wennassa  
Promoteur(s) : Vessié Bénédicte ; Desagre Cristophe  
Année académique 2020-2021  
Master en Sciences de Gestion à finalité spécialisée en Révisorat et Expertise comptable

# Résumé

Ce mémoire a pour ambition d'analyser les méthodes de valorisation utilisées lors de l'audit de fonds d'investissement et tente également de voir comment les auditeurs appliquent ces méthodes pour s'assurer que les entreprises qui composent le portefeuille des fonds sont évaluées de manière raisonnable. La valorisation des actifs représente un enjeu crucial pour les fonds d'investissement et constitue le risque majeur lors de leur audit.

Ce travail commence par définir ce qu'est un fonds d'investissement et les différentes formes qu'il peut prendre au Luxembourg. Ensuite, il y sera présenté l'activité clé de ces entités, à savoir la valorisation des actifs de leurs portefeuilles et en conséquence les méthodes de valorisation. Enfin ce mémoire analyse les exigences des normes ISA relatives à celle-ci. Et finalement, il présente les résultats qui ressortent des interviews qui ont été menées auprès d'auditeurs et d'analystes travaillant pour eux afin de s'enquérir du type de procédés mis en œuvre par ces derniers pour s'assurer du caractère raisonnable de ces estimations et ainsi répondre aux exigences de la norme ISA 540.

Il est ressorti de l'analyse des interviews et du cas pratique que les auditeurs utilisent les méthodes communément appliquées et acceptées par le marché. À l'issue de ce travail, il a été conclu que parmi les méthodes traditionnelles les DCF et les multiples sont les plus répandues. Cependant la méthode du patrimonial n'est pas en reste, mais semble pertinente pour un nombre plus limité de cas, par exemple, pour des fonds, des sociétés holdings ou encore pour des sociétés en liquidation.

À ces méthodes traditionnelles, vient s'ajouter un nouveau courant de valorisation pour répondre à la problématique des start-up qui ne génèrent pas encore suffisamment de revenus et qui sont caractérisées par la singularité de leur activité.

# Remerciements

Je souhaite adresser ici tous mes remerciements aux personnes qui m'ont apporté leur aide et qui ont ainsi contribué à l'élaboration de ce travail de fin d'études.

Tout d'abord, je tiens à remercier mes promoteurs Madame Bénédicte Vessié et Monsieur Christophe Desagre, pour leurs conseils, encouragements et disponibilité.

Je souhaite également remercier les auditeurs et analystes financiers qui ont bien voulu consacrer de leur temps pour répondre à mes questions.

Enfin, je remercie ma famille pour son soutien et ses encouragements tout au long de mon parcours.

# Table des matières

Introduction .....	1
1 Les fonds d'investissement .....	3
1.1 Définition/ fonctionnement.....	3
1.2 Forme juridique .....	4
1.3 Régimes .....	5
1.4 Publication .....	10
2 Valorisation du portefeuille.....	12
2.1 Les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.....	12
2.2 Législation valorisation du portefeuille .....	13
2.3 Juste valeur .....	14
2.4 Évaluation des entreprises .....	15
2.5 Référentiels .....	16
2.6 Procédure de vérifications .....	17
2.7 <i>Backtesting</i> .....	17
3 Méthodes d'évaluation .....	18
3.1 Les méthodes patrimoniales .....	18
3.2 Approche par le bilan financier .....	21
3.3 Méthode mixte : <i>goodwill</i> .....	22
3.4 Méthodes de capitalisation et d'actualisation .....	24
3.6 La méthodes des multiples .....	30
3.7 <i>Early stage start-up</i> .....	36
4 Audit des fonds.....	38
5 Méthodologie .....	41
6 Interview.....	42
6.1 Les différents cabinets .....	42

6.2	Méthodologies suivies .....	43
6.3	Risques majeurs lors de l'audit.....	43
6.4	Procédures mises en place .....	44
6.5	Méthodes utilisées .....	46
6.6	Le choix de la méthode.....	47
6.7	Avantages et inconvénients .....	48
6.8	Nombre de méthodes utilisées .....	51
6.9	Crise financière.....	52
6.10	Conclusion .....	53
7	Cas pratique.....	55
7.1	Checklist ISA.....	56
7.2	Existence.....	58
7.3	Test d'évaluation : test des modèles et des hypothèses .....	60
7.4	Vérification de la vraisemblance des données.....	63
7.5	Vérification par les multiples .....	63
7.6	Conclusion .....	65
	Limites et Recommandations .....	66
	Conclusion.....	68
	Bibliographie.....	70

# Liste des abréviations

AE = Actif économique

AICPA = Association of International Certified Professional Accountants

AIF ou FIA = Fonds d'Investissement Alternatifs

AIFM = Alternative Investment Fund Manager

ANC = Actif net comptable

ANR = Actif net réévalué

ANCC = Actif Net Comptable Corrigé

BFR = Besoin en Fonds de Roulement

CSSF = Commission de Surveillance du Secteur Financier

DCF = Discounted Cash-Flows

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EY = Ernst and Young

FIS = Fonds d'Investissement Spécialisé

IAASB = International Auditing and Assurance Standards Board

IPEV = International Private Equity and Venture Capital Valuation

ISA = International Standards on Auditing

KID = Key Information Document

KIID= Key investor Information Document

OPC = Organisme de Placement Collectif

OPCVM = Organisme de Placement en Valeur Mobilière

PwC = PricewaterhouseCoopers

RAIF =Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés

SICAF = Société d'Investissement à Capital Fixe

SICAR= Sociétés d'investissement en Capital à Risque

SICAV= Société d'Investissement à Capital Variable

VE = Valeur d'Entreprise

VNI = Valeur Nette d'Inventaire

VSF = Valeur Substantielle Brute

WACC = Coût Moyen Pondéré du Capital / weighted Average Cost of Capital

## Liste des illustrations

Figure 1 Number of cross-border funds and registrations (PwC, 2020, p 3 ) .....	4
Figure 2 Flux de trésorerie disponibles et coût du capital (Palard & al., 2013, p. 288).....	29

## Liste des annexes

The main characteristics of Luxembourg's investment fund regimes (EY, 2020) .....68

Tableau récapitulatif des exigences de la norme ISA 540 (révisée) (IAASB, 2020).....71

# Introduction

L'industrie des fonds d'investissement constitue un pilier important de l'économie mondiale, d'autant plus que le nombre de fonds d'investissement et le montant des actifs sous leur gestion ne cessent de croître.

La capacité à pouvoir valoriser objectivement ses actifs constitue une activité clé stratégique fondamentale pour les fonds d'investissement.

En effet, la valorisation des entreprises par des méthodes d'évaluation comporte deux enjeux ;

- La qualité de l'information, plus particulièrement la comparabilité de celle-ci, représente le premier enjeu de l'estimation. En effet, les investisseurs des fonds alternatifs souhaitent disposer d'une information fiable afin de pouvoir apprécier et comparer les performances des fonds à tout moment, sans devoir attendre de sortir du fonds pour pouvoir estimer la plus-value réalisée. Les régulateurs et investisseurs réclament davantage de transparence et d'harmonisation de l'information financière.

- La détermination du prix de marché constitue le second enjeu de la valorisation. Effectivement, contrairement aux prix des instruments cotés qui reflètent une confrontation de l'offre et la demande, le prix de transaction des investissements alternatifs résulte d'une négociation entre l'acheteur et le vendeur. Il convient également de souligner que toute évaluation ultérieure s'appuiera sur ce prix convenu et ce dernier pourrait servir de référence pour d'autres transactions. (EY, 2020)

L'association IPEV (The International Private Equity and Venture Capital Valuation) consciente de l'importance de ces enjeux, a mis au point un guide d'évaluation dont l'ambition est de permettre aux investisseurs de prendre de meilleures décisions. Ces lignes directives confèrent tout de même une certaine liberté à leurs utilisateurs.

La valeur avancée dans les états financiers représente donc une information cruciale aux yeux des utilisateurs de ceux-ci et influence indubitablement leur décision.

La valorisation des actifs du portefeuille constitue dès lors un enjeu majeur pour les auditeurs lors de l'audit de fonds d'investissement d'autant plus que les normes ISA (International Standards on Auditing) exigent de l'auditeur d'évaluer « *en se fondant sur les procédures d'audit mises en œuvre et les éléments probants obtenus, si les estimations comptables et les*

*informations y afférentes sont raisonnables au regard du référentiel d'information financière* » (ISA 540 révisée). L'étendue de ces procédures doit tenir compte de son évaluation du risque d'anomalies significatives liées aux estimations comptables.

Cependant, les normes comptables n'imposent pas de hiérarchie entre les différentes méthodes d'évaluation. L'évaluateur doit exercer son jugement professionnel pour évaluer quelle est la méthode la plus adaptée à l'entreprise étudiée. Ce mémoire a pour ambition d'analyser les méthodes de valorisation utilisées lors de l'audit de fonds d'investissement et tentera également de voir comment les auditeurs appliquent ces méthodes pour s'assurer que les entreprises qui composent le portefeuille des fonds sont évaluées de manière raisonnable.

Nous avons décidé de limiter le cadre géographique de ce mémoire au Grand-Duché de Luxembourg car il présente une forte concentration de fonds d'investissement. En effet, il s'agit du pays qui concentre le plus grand nombre de domiciles de fonds d'investissement d'Europe.

Pour répondre à cette problématique, nous nous intéresserons dans un premier chapitre aux fonds d'investissement. Nous nous commencerons par définir la notion de fonds d'investissement, ensuite nous aborderons les différents régimes auxquels ils peuvent être soumis.

Nous étudierons également dans le deuxième chapitre la valorisation du portefeuille et l'activité clé de ces fonds.

Ensuite, dans le chapitre trois, nous présenterons les méthodes traditionnelles d'évaluation et nous tenterons de synthétiser les concepts théoriques sous-jacents aux différentes méthodes ainsi que leurs mises en œuvre. Le chapitre quatre résume les différentes diligences que les normes ISA imposent à l'auditeur.

Nous présenterons notre méthodologie dans le chapitre cinq.

Nous consacrerons le sixième chapitre à l'analyse des résultats qui ressortent des interviews. En effet, nous avons interviewé des analystes et auditeurs afin de confronter la théorie à la pratique professionnelle et ainsi déterminer si la théorie est toujours d'actualité.

Enfin, nous examinerons un test de substance tiré de la documentation d'audit d'un fonds de *private equity* sur lequel j'ai pu travailler lors de mon stage dans un cabinet d'audit pour voir comment la théorie et les résultats qui ressortent des interviews sont concrètement opérationnalisés.

# 1 Les fonds d'investissement

Les fonds d'investissement étant au cœur de la problématique nous commencerons par définir ce concept dans ce premier chapitre. Nous y aborderons également les différents types de régimes et formes qu'ils peuvent adopter.

## 1.1 Définition/ fonctionnement

La Commission européenne définit les fonds d'investissement comme « *des produits d'investissement créés dans le seul but de rassembler le capital des investisseurs et d'investir ce capital collectivement par le biais d'un portefeuille d'instruments financiers tels que des actions, des obligations et d'autres titres.* » (Commission européenne).

D'après le site éducatif de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF,2019) un fonds d'investissement, aussi connu sous le nom d'organisme de placement collectif (OPC), est un organisme financier dont l'objet est de collecter l'épargne de plusieurs investisseurs. Les investisseurs ont ainsi la possibilité ;

- d'investir dans des titres qu'ils n'auraient pas pu acquérir seuls ;
- de diminuer le risque d'investissement en le diversifiant ;
- de réaliser un bénéfice commun.

La gestion des fonds est confiée à un professionnel qui investit sur un ou plusieurs marchés financiers conformément à la politique de division et de limitation des risques du fonds. Dès lors, les risques associés à l'investissement dépendent du type d'OPC et de la politique d'investissement menée. (CSSF, 2019)

Selon EY (2020) les fonds d'investissement sont caractérisés par :

- le fait qu'il y ait un investissement collectif de fonds ;
- plusieurs investisseurs qui contribuent à la levée de fonds ;
- le capital qui est investi selon une politique d'investissement définie au profit de ces investisseurs, généralement selon le principe de répartition des risques.

Il est aussi souvent fait référence aux fonds sous la dénomination UCI pour « *Undertaking for Collective Investment* » ou CIU pour « *Collective Investment Undertaking* »

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des domiciles des fonds en Europe (PwC, 2020).

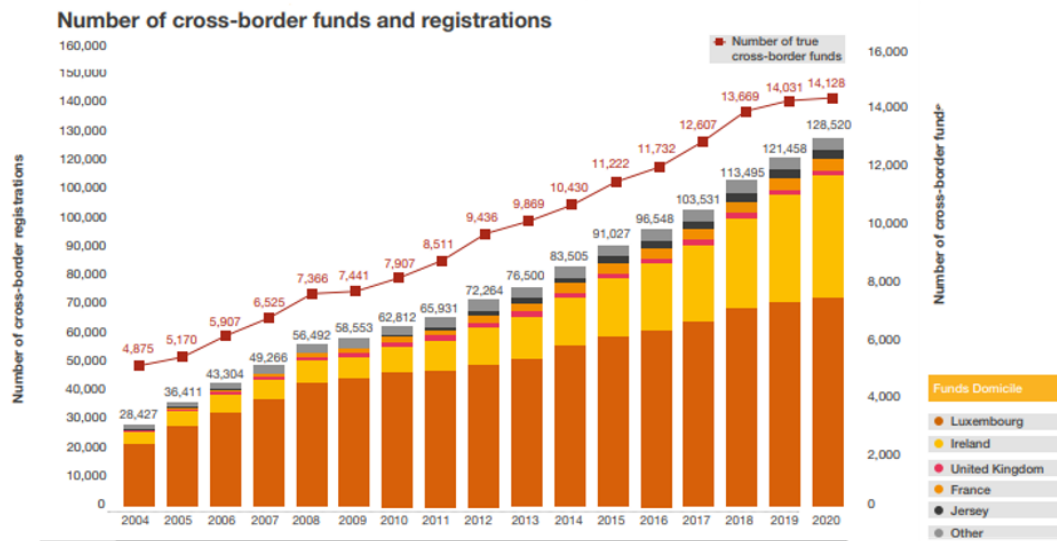


Figure 1 Number of cross-border funds and registrations (PwC, 2020, p 3 )

Il ressort de ce graphique que les fonds sont de plus en plus nombreux aussi bien au Luxembourg qu’ailleurs en Europe et que la majorité des fonds européens sont domiciliés au Luxembourg. Le Grand-Duché du Luxembourg est considéré comme le « *berceau de l’industrie mondiale des fonds* ». Effectivement, le Luxembourg est le plus gros pôle d’investissement d’Europe et occupe la seconde place des plus grands centres d’investissement au niveau mondial, devancé par les USA. Le Luxembourg doit notamment son attractivité à son offre variée de véhicules d’investissement, qui permet de répondre aux attentes d’un grand nombre de gestionnaires de fonds. Nous verrons dans le chapitre ci-dessous les différentes formes juridiques que peut prendre un fonds au Luxembourg. (Luxembourg for Finance, 2021)

## 1.2 Forme juridique

Les OPC peuvent être classifiés selon leur forme juridique ;

- **Fonds Commun de Placement (FCP)** : il s’agit d’une copropriété de valeurs mobilières sans personnalité juridique. Les propriétaires sont responsables à concurrence de leur mise.
- **Société d’Investissement à Capital Variable (SICAV)** : il s’agit d’une société anonyme dont la modification du capital ne nécessite aucune formalité.

- **Société d'Investissement à Capital Fixe (SICAF) :** le capital reste constant, le nombre d'actions ne varie pas. Le capital investi reste inchangé jusqu'au moment de la liquidation.

## 1.3 Régimes

Nous pouvons également classer les fonds en fonction de leur régime, c'est-à-dire le règlement auquel ils se soumettent.

Les actions ou parts des fonds peuvent être mis à disposition du grand public tandis que d'autres sont réservés à un cercle d'investisseurs spécifiques tels que des investisseurs avertis qualifiés ou institutionnels. Les actions ou parts sont disponibles par placement privé, par distribution directe ou sur la bourse en fonction du type de structure du fonds. (CSSF, 2019)

En effet, les fonds doivent répondre à un certain nombre de critères émanant de la Commission européenne pour acquérir un « passeport » leur permettant de commercialiser leurs titres au sein de l'Union européenne. Les fonds sans passeport doivent se soumettre au régime national. L'annexe 1 fournit davantage d'informations sur les caractéristiques des régimes luxembourgeois.

La création d'un fonds nécessite dans la plupart des cas l'accord de la CSSF. Cependant, nous verrons que cette obligation est levée pour certains types de fonds par souci de simplification.

En outre, il existe principalement deux catégories de fonds au Luxembourg. (EY, 2020)

**Première catégorie : les OPCVM** qui relèvent de la première partie de la loi du 17 décembre 2010<sup>1</sup> concernant les OPCVM (organisme de placement en valeur mobilière). Cette catégorie est la plus régulée et dispose d'un passeport.

**Deuxième catégorie : les fonds d'investissement alternatifs (AIF)** comprenant :

- les OPC relevant de la partie II. Ils rassemblent des fonds qui ne répondent pas aux critères ni des OPCVM ni des FIS, des RAIF ou des SICAR. Ils sont soumis aux dispositions de la partie II de la loi du 17 décembre 2010 ;

---

<sup>1</sup>Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et – portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

- les fonds d'investissement spécialisés (FIS) ;
- les fonds d'investissement alternatifs réservés (RAIF) ;
- les sociétés de capital à risque (SICAR).

### 1.3.1 OPCVM

Les organismes de placement en valeur mobilière sont régis par la loi du 17 décembre 2010<sup>2</sup> concernant les OPCVM. Il s'agit de la forme d'OPC la plus réglementée et supervisée. Ces fonds ne peuvent investir que dans des valeurs mobilières et autres actifs liquides. Selon Alfi cela inclut « *les valeurs mobilières admises ou négociées sur un marché réglementé, les fonds d'investissement, les instruments financiers dérivés, les liquidités et les instruments spécifiques du marché monétaire.* » (Alfi, 2021)<sup>3</sup>

La loi du 17 décembre 2010 définit les valeurs mobilières comme « - *les actions et autres valeurs assimilables à des actions (« actions »), - les obligations et les autres titres de créance (« obligations »), - toutes les autres valeurs négociables donnant le droit d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange* » (loi du 17 décembre 2010, Art 1<sup>er</sup>)

Il s'agit également de la forme de fonds la plus répandue aussi bien au Luxembourg qu'en Europe.

Ils peuvent être constitués sous forme de FCP, SICAV ou SICAF en tant que fonds unique ou en tant que fonds à compartiments multiples. (Alfi, 2021)

### 1.3.2 Les fonds d'investissement alternatifs (AIF)

Les AIF regroupent l'ensemble des OPC qui ne tombent pas sous le champ de la partie I. Ces fonds peuvent investir dans tous types d'actifs. Ils comprennent notamment les *hedges funds*<sup>4</sup>, les fonds immobiliers, les fonds de capital-investissement (*private equity*),...

Ce type de fonds peut également être constitué sous forme de FCP ou de société d'investissement (SICAV ou SICAF).

---

<sup>2</sup> Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et – portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009

<sup>3</sup> <https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/UCITS>

<sup>4</sup> Fonds spéculatifs

### **1.3.2.1 OPC relevant de la partie II**

Il s'agit des fonds régulés par la deuxième partie de la loi du 17 décembre 2010. Cette catégorie reprend les fonds qui ne se conforment pas à la réglementation des autres fonds (OPCVM, FIS, RAIF, SICAR). Ces types de fonds peuvent investir dans tous types d'actifs, mais leurs titres ne peuvent être commercialisés qu'auprès d'investisseurs professionnels à la condition de disposer d'un passeport. (Alfi<sup>5</sup>)

### **1.3.2.2 Les fonds d'investissement spécialisé (FIS)**

Les FIS ne peuvent commercialiser leurs titres qu'auprès d'investisseurs avisés moyennant la désignation d'un AIFM (Alternative Investment Fund Manager) ressortissant de l'Union européenne. Les FIS sont soumis à la loi des SIF du 13 février 2007. D'après cette loi sont considérés comme SIF, tous les OPC :

- *« dont l'objet exclusif est le placement collectif de leurs fonds en valeurs dans le but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de leurs actifs, et*
- *qui réservent leurs titres « ou parts d'intérêts » à un ou plusieurs investisseurs avertis,*
- *et dont les documents constitutifs ou d'émission « ou le contrat social » prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi. » (Loi du 13 février 2007, Art. 1<sup>er</sup>)*

Ces fonds ont l'avantage d'être fiscalement avantageux (taxe annuelle à hauteur de 0,01% sur les avoirs du fonds) et de bénéficier d'un allègement des obligations de publication. En effet, ils ne sont pas contraints de publier un rapport semi-annuel et ne sont tenus de calculer une valeur nette d'inventaire qu'une fois par an. Cependant, comme stipulé ci-dessus, le but du fonds est fondé sur le principe de répartition du risque, ainsi le fonds devra veiller à ne pas dépasser un seuil de 30% de ses investissements dans un même actif. (Deloitte, 2021)

### **1.3.2.3 Les fonds d'investissement alternatifs réservés (RAIF)**

Les RAIF ont été introduits dans les régimes luxembourgeois pour répondre à la pression exercée par des spécialistes désireux de pouvoir disposer d'un fonds avec une réglementation plus souple.

---

<sup>5</sup><https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/Alternative-investment-funds-legal-vehicles/UCI-part-II-funds>

Ainsi, ces fonds ne sont pas directement soumis à la supervision de la CSSF et la constitution d'un RAIF ne requiert donc pas son consentement, ce qui constitue un gain de temps pour les spécialistes.

Conformément à la loi du 23 juillet 2016,<sup>6</sup> sont réputés constituer des RAIF, les OPC :

*« a) qui se qualifient de fonds d'investissement alternatifs sous la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, et*

*b) dont l'objet exclusif est le placement collectif de leurs fonds en valeurs dans le but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de leurs actifs, et*

*c) qui réservent leurs titres ou parts d'intérêts à un ou plusieurs investisseurs avertis, et*

*d) dont les statuts, le règlement de gestion ou le contrat social prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi. » (23 juillet 2016, Art. 1<sup>er</sup>)*

Ils doivent être gérés par des AIFM et sont également destinés aux investisseurs avertis. (Deloitte, 2018)

### **1.3.2.4 Les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR)**

Selon la loi du 15 juin 2004, est présumée être une SICAR, toute société :

*- « qui a adopté la forme d'une société en commandite simple, d'une société en commandite par actions, d'une société coopérative organisée sous forme de société anonyme, d'une société à responsabilité limitée ou d'une société anonyme de droit luxembourgeois, et*

*- dont l'objet est le placement de ses fonds en valeurs représentatives de capital à risque dans le but de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de ses actifs en contrepartie du risque qu'ils supportent, et*

*- qui réserve ses titres à des investisseurs avertis tels que définis à l'article 2 de la présente loi, et*

*- dont les statuts prévoient qu'elle est soumise aux dispositions de la présente loi » (Article 1<sup>er</sup> de la Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR))*

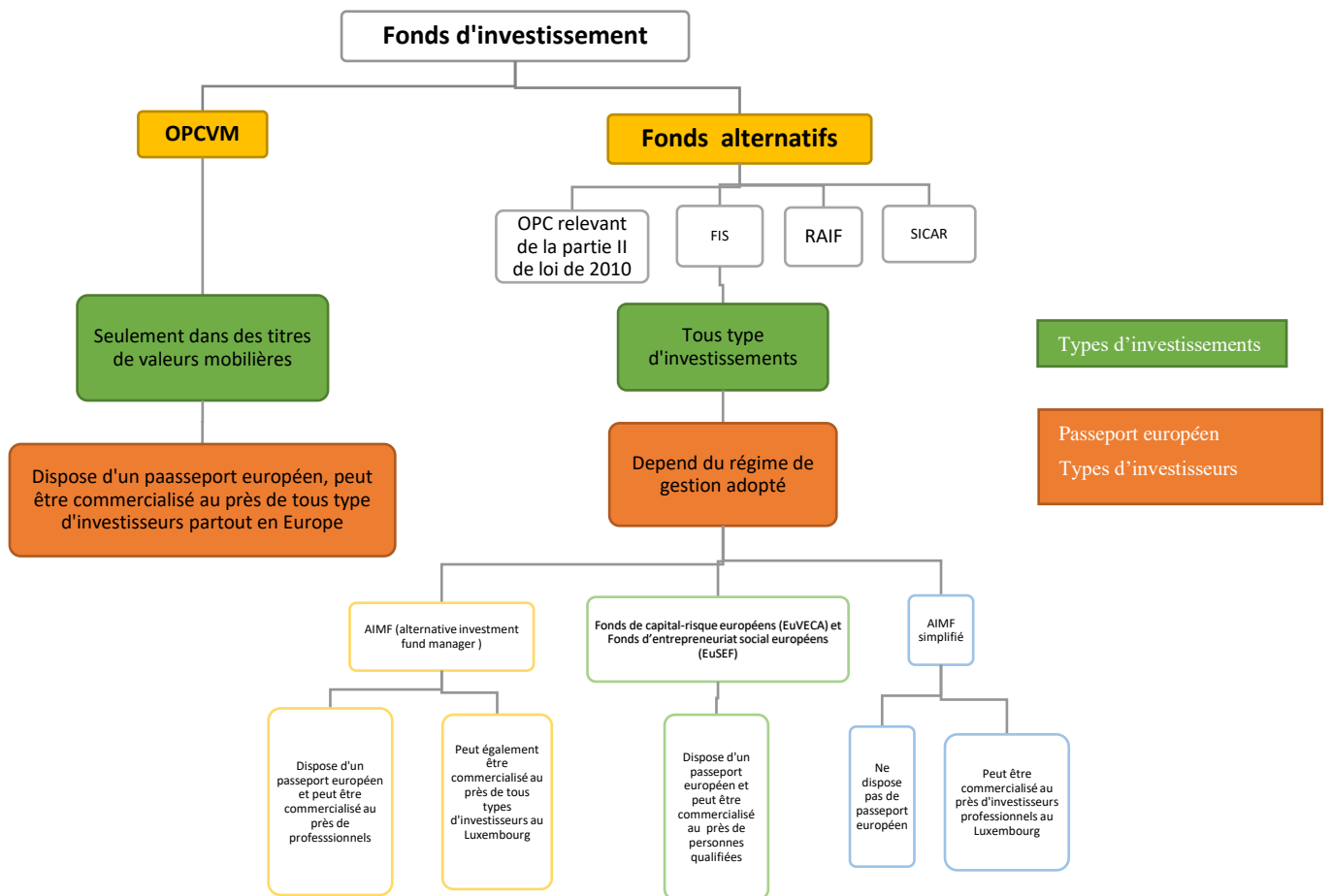
---

<sup>6</sup>Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés

Cette définition contrairement à celle des autres fonds n'impose pas une diversification du risque. Dès lors, les SICAR n'ont pas l'obligation de respecter le principe de répartition des risques.

Ce véhicule a pour objet d'investir dans du *private equity* et du capital-risque. Ils ne peuvent commercialiser leurs titres qu'auprès d'investisseurs avertis. (Alfi, 2021<sup>7</sup>)

Ci-dessous, nous avons réalisé un schéma récapitulatif des caractéristiques des différents types de fonds.



<sup>7</sup>[ALFI - SICAR \(Investment Company in Risk Capital\)](#)

## 1.4 Publication

Nous tenterons à travers ce chapitre de résumer les obligations de publication auxquelles sont soumises les fonds. Nous parlerons dans un premier temps des états financiers et ensuite du KID<sup>8</sup>.

### 1.4.1 Les états financiers

La plupart des fonds établissent leurs comptes conformément au référentiel comptable luxembourgeois (Lux GAAP). Mais il est également permis pour les fonds sous forme de sociétés de préparer leurs états financiers selon les IFRS<sup>9</sup>.

Les OPCVM et autres OPC sont tenus en vertu de l'art. 150 de la loi du 10 décembre 2010 de publier :

- un prospectus,
- un rapport annuel par exercice, et
- un rapport semi-annuel couvrant les six premiers mois de l'exercice.

Les comptes annuels doivent faire l'objet d'un contrôle par un réviseur d'entreprises agréé. Le réviseur doit faire rapport à la CSSF de toute anomalie de nature à enfreindre la législation, nuire à la continuité ou modifier son opinion. La contrainte de révision ne pèse pas sur le rapport semi-annuel.

Les rapports semestriels et annuels doivent faire état du patrimoine comprenant l'actif, le passif et la valeur d'inventaire. Ils doivent également renseigner le nombre de parts en circulation, la valeur nette d'inventaire par part (VNI), un portefeuille reprenant les titres, une des mouvements intervenus dans les actifs de l'OPCVM le cas échéant, un tableau comparatif des trois derniers exercices reprenant la VNI totale et VNI par part. Alfi définit la VNI comme « *le prix auquel les actions ou parts sont souscrites par les investisseurs qui veulent participer dans le fonds, ou bien le prix auquel les actions et parts sont rachetées par le fonds aux investisseurs qui veulent retirer l'argent qu'ils ont placé dans le fonds* » (Alfi, 2012, p 12)

---

<sup>8</sup> Key investor information (informations-clés)

<sup>9</sup> International Financial Reporting Standards

## 1.4.2 Key Information Document (KID<sup>10</sup>)

Conformément au règlement PRIIP<sup>11</sup>, les initiateurs de produits financiers sont tenus de publier un document d'informations clés (anciennement KIID ((Key investor Information Document) remplacé par le KID (Key Information Document) depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2021). Cette obligation est aussi mentionnée à l'article 159 de la loi du 17 décembre 2010.

Le KID est un document édité dans le but d'informer l'investisseur sur le fonds et chacun de ses actifs. Ils doivent intégrer l'information de façon juste, claire et compréhensible (simple à lire). Le cas échéant, un KID doit être émis pour chaque compartiment.

Le KID décrit notamment la nature et les caractéristiques du produit, les risques y afférents ainsi que les assurances dont l'investisseur dispose.

Le KID doit être communiqué à la CSSF, aux autorités compétentes des Etats membres concernés, aux distributeurs et investisseurs et doit également être publié sur le site internet du fonds. (EY, 2020)

---

<sup>10</sup>Key Information document

<sup>11</sup>Packaged Retail and Insurance-based Investment Products

## **2 Valorisation du portefeuille**

Comme indiqué ci-dessus, les comptes annuels doivent inclure un portefeuille reprenant tous les titres du fonds. Ainsi, ce chapitre a pour objet la valorisation des titres constituant ce portefeuille.

Ce chapitre se focalisera sur les fonds d'investissement alternatifs, car comme mentionné précédemment, contrairement aux OPCVM, les FIA ne sont pas contraints d'investir dans des valeurs mobilières et autres actifs liquides. Dès lors les fonds alternatifs peuvent investir dans tous types d'actifs et sur tous types de marché. Leurs portefeuilles sont donc plus susceptibles de comporter des actifs non-côtés sur un marché actif. En conséquence, la valorisation de ces actifs nécessite l'utilisation des différentes méthodes de valorisation.

Aussi, dans le cadre de ce mémoire, nous limiterons la valorisation du portefeuille à la valorisation des entreprises qui le compose.

### **2.1 Les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs**

Conformément à la circulaire CSSF 18/698, la responsabilité de l'évaluation correcte et précise des actifs et passifs des fonds dans tous ses leurs aspects incombe aux gestionnaires de ceux-ci. Ainsi, ils sont responsables des tiers intervenant dans l'évaluation, du modèle de valorisation et de la méthodologie, du contrôle et du processus de résolution de conflits d'évaluation. (Alfi, 2020)

Le gestionnaire doit mettre en œuvre des politiques et procédures d'évaluation écrites dans le but d'assurer un processus d'évaluation solide, transparent, complet et dûment documenté.

Lorsque l'évaluation est fondée sur une méthode, la méthode doit être préalablement validée par un expert indépendant qui n'a pas participé à son élaboration. Ensuite, la méthode et ses principales caractéristiques doivent faire l'objet d'explications et justifications dans les politiques et procédures. (Règlement Délégué 231/2013)

Les politiques et procédures doivent au moins une fois par an faire l'objet d'un réexamen. (Règlement Délégué 231/2013)

La valeur nette d'inventaire doit être recalculée à chaque émission, souscription, remboursement ou annulation de parts ou d'actions, et au moins une fois par an. (Règlement Délégué 231/2013)

L'évaluation peut être effectuée par un expert externe ou en interne par des membres suffisamment expérimentés et qualifiés, mais le cas échéant des mesures de sauvegarde devront être mises en œuvre afin de garantir le principe d'indépendance.

Il ressort de la doctrine et de la coutume que la juste valeur telle que véhiculée par les normes IFRS est communément utilisée. Nous pouvons notamment citer l'IPEV (*The International Private Equity and Venture Capital Valuation*), réputé comme étant la référence en matière de valorisation d'entreprise dans l'industrie des fonds d'investissement, dont les guides d'évaluation préconisent expressément l'emploi de la plus-value.

## **2.2 Législation valorisation du portefeuille**

Les règles d'évaluation qui doivent ou peuvent être appliquées pour évaluer les entreprises du portefeuille dépendent du type de fonds, et sont inscrites dans les textes de lois relatifs à chaque fonds.

Pour les OPC relevant de la partie II de la loi de 2010 ; celle-ci prévoit que les actifs sont évalués selon les principes et modes d'évaluation inscrits dans le règlement de gestion ou les documents constitutifs. Lorsque le règlement ne prévoit pas ces dispositions, les actifs doivent être évalués avec prudence et bonne foi sur base de leurs valeurs probable de réalisation.

Pour les RAIF ; l'article 11 de la loi sur les RAIF désigne l'évaluation à la juste valeur par défaut mais le règlement de gestion peut prévoir d'autres dispositions.

Pour les SIF ; la loi sur les SIF indique également que sauf disposition contraire les biens sont évalués sur base de la juste valeur.

Pour les SICAR ; la loi sur les SICAR indique que les actifs doivent être évalués à leurs valeurs probables de réalisation et laisse la liberté aux gestionnaires du fonds de fixer les modalités dans les statuts.

## **2.3 Juste valeur**

Dans ce chapitre, nous aborderons la notion de juste valeur et hiérarchie de juste valeur telles que définies par la norme IFRS 13 « évaluation de la juste valeur ». En effet, ce chapitre s'appuiera sur le référentiel comptable IFRS, car la juste valeur est fortement sollicitée dans ce dernier et il s'agit de la pratique généralement rencontrée.

### **2.3.1 Définition**

Cette norme définit la juste valeur comme le montant qui serait perçu lors de la cession d'un actif, ou payé pour se défaire d'un passif lors d'une transaction ordonnée sur le marché principal (ou le plus avantageux) entre deux participants du marché au jour de l'évaluation.

Ce prix peut être observable ou estimé. La norme IFRS 13 distingue trois catégories de juste valeur en fonction du degré de tangibilité de l'information sur laquelle est fondée l'évaluation et classifie ces trois catégories sur la « hiérarchie de la juste valeur ».

### **2.3.2 Hiérarchie de la juste valeur**

Au sommet de la hiérarchie se trouvent les informations de niveau 1 à privilégier. Il s'agit des prix cotés sans ajustement sur des marchés actifs pour des actifs ou passifs identiques. En effet, cette évaluation est celle qui fournit le plus haut niveau de fiabilité, car chacun peut aller vérifier l'information.

Le niveau deux est le niveau intermédiaire. Cette catégorie d'évaluation s'appuie sur des données observables, non pas pour des actifs et passifs identiques mais similaires. Cette évaluation nécessite donc des ajustements. Les instruments pour lesquels le marché n'est pas actif, dont l'évaluation requiert de ce fait aussi des ajustements, font également partie du niveau deux de la hiérarchie.

Le niveau le plus bas est constitué par les justes valeurs estimées sur base d'informations non-observables. Dans ce cas, le bien n'est pas échangé sur un marché et il n'existe pas d'actifs similaires dont le prix pourrait être observé. L'évaluation s'appuie alors sur des informations propres à l'entité telles que des cash-flows calculés par le management. Les hypothèses utilisées doivent se conformer à celles qu'aurait retenues un participant du marché pour déterminer le prix de transaction. Cette catégorie constitue la catégorie la moins fiable, car elle repose sur des hypothèses et sollicite le jugement de l'évaluateur. (FocusIFRS, 2018)

## 2.4 Évaluation des entreprises

D'après Palard (2013) l'évaluation d'une entreprise consiste à suggérer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs de l'entreprise ou aux actions ou parts de celle-ci, et aucunement suggérer un prix. Le prix constitue une information subjective, par exemple le cours de bourse qui reflète la confrontation entre l'offre et la demande. Mais la valeur est beaucoup plus subjective, car elle dépend de l'acteur économique qui l'a conçue et de ses finalités.

Selon Fernandez (2007) il existe deux courants de pensée relatifs à la signification des prix des actions. Pour le premier groupe, à savoir les partisans de l'analyse fondamentale pour qui le prix de l'action représente l'actualisation des futurs cash par des acteurs rationnels.

Les partisans du second groupe relèvent de l'étude des comportements psychologiques ou sociologiques, estiment que les prix dépendent des états d'euphorie, de pessimisme et ne reflètent donc aucune valorisation rationnelle.

D'après Fernandez (2007), entre ces deux théories se trouve la théorie de la bulle spéculative. Cette théorie suggère que le cours d'une action peut être supérieur à sa valeur fondamentale. Des investisseurs achètent aujourd'hui à ce prix surévalué en espérant réaliser un plus-value demain. Il en résulte la création de bulles spéculatives. Ce processus continue tant qu'il y a des investisseurs qui estiment que cette bulle continuera de grandir. La bulle peut continuer de grandir ou éclater le jour où les investisseurs ne croiront plus en cette croissance.

Par ailleurs, Palard (2013) distingue deux types de valorisations :

D'une part, la valeur intrinsèque de l'entreprise avec celle-ci des analystes disposant des mêmes informations sur une entité devrait aboutir à une même valeur. La méthode des cash-flows correspond à cette idée.

D'autre part, l'évaluation peut être stratégique ce qui signifie qu'elle peut tenir compte des synergies et des modifications que l'analyste prévoit de réaliser. Dans ce cas l'évaluation varie en fonction de l'acteur économique. De la même manière, Conso suggérait en 1997 qu' « *il n'existe donc pas en pratique qu'une valeur mais une série possible d'évaluation* » (Conso, 1997, p 485)

## 2.5 Référentiels

Dans un but d'harmonie et de cohérence parmi l'ensemble des acteurs de l'industrie du Private Equity<sup>12</sup>, il existe des référentiels mondialement reconnus pour valoriser les participations dans des sociétés non cotées tels que les normes IPEV (International Private Equity and venture capital valuation) et les normes IVS (International Valuation Standards). Selon EY Luxembourg (2020) les IPEV guidelines et les normes américaines de l'Association of International Certified Professional Accountants (« AICPA ») seraient les lignes directrices quant à la problématique de valorisation.

Néanmoins, au Luxembourg,<sup>13</sup> les normes largement reconnues et utilisées sont les normes IPEV. D'après les normes IPEV 2018, les « valuation guidelines » ont pour objectif de « *représenter les meilleures pratiques actuelles sur la valorisation des Investissements en capital privé* » (IPEV guidelines 2018, p.5)

Les guidelines s'articulent autour des principes suivants :

- la cohérence de la méthodologie d'évaluation à chaque date d'évaluation et pour des investissements similaires ;
- le caractère approprié des jugements d'évaluation conformément aux hypothèses des participants au marché ;
- calibrer les données des valorisations ;
- et la rigueur et la réflexion de la démarche d'évaluation.

En plus de ces principes, les guidelines énumèrent une série non-exhaustive de recommandations à suivre afin de renforcer le niveau de confiance de l'évaluation, à savoir :

- la préparation d'un document reprenant la politique d'évaluation rigoureuse afin de documenter les procédures et méthodologies à utiliser pour déterminer la juste valeur de chaque investissement dans le portefeuille du Fonds;
- la documentation des données et hypothèses sous-jacentes ainsi que la justification des conclusions;
- l'intégration du *backtesting* (nous reviendrons sur cette notion ultérieurement) comme composante du processus de valorisation.

---

<sup>12</sup> Il est communément fait référence aux participations dans des sociétés non cotées par « private equity »

<sup>13</sup> L'ensemble des personnes interrogées ont déclaré se conformer aux normes IPEV

## 2.6 Procédure de vérifications

Il ressort des normes IPEV que des procédés sont mis en place afin d'obtenir davantage d'assurance quant aux évaluations résultant des méthodes d'évaluations. Nous aborderons dans ce chapitre deux principaux processus généralement employés, à savoir le calibrage et le *backtesting*.

### 2.6.1 Calibrage

La calibration correspond à un procédé qui consiste à appliquer une méthode d'évaluation en utilisant les données du marché à la date de l'investissement. Ce processus a pour but de s'assurer qu'en se servant des données à la date d'acquisition, les techniques d'évaluation aboutissent bien à la juste valeur initialement calculée ; et par conséquent lorsque les données à des dates ultérieures (à chaque date d'évaluation) sont utilisées, les techniques d'évaluation sont supposées parvenir à la juste valeur.

## 2.7 *Backtesting*

Le *backtesting* est un procédé qui consiste à chercher à comprendre l'origine de la différence existante entre le prix de réalisation (vente, introduction en bourse, etc.) et le résultat de l'évaluation de la juste valeur précédente. Plus concrètement, l'évaluateur rassemble l'ensemble des données connues ou connaissables au moment de l'évaluation, ensuite il analyse la manière dont ces derniers ont été pris en comptes afin de conclure si ces informations ont été correctement prises en compte dans le modèle.

Le but poursuivi par le *backtesting* n'est pas d'identifier les potentielles erreurs théoriques mais d'inciter l'évaluateur à apprécier les changements dans les informations, les conditions du marché, les participants au marché, etc.

## **3 Méthodes d'évaluation**

Ce chapitre est dédié aux méthodes d'évaluation. Nous tenterons à travers celui-ci d'expliquer de façon synthétique les concepts théoriques sous-jacents aux différentes méthodes ainsi que leur mise en œuvre.

Nous commencerons par les méthodes patrimoniales fondées sur l'hypothèse qu'une entreprise vaut ce qu'elle possède. Nous verrons également la méthode dite mixte qui intègre à la méthode patrimoniale la notion de Goodwill afin de prendre en considération les perspectives futures de l'entreprise. Ensuite, nous nous intéresserons aux méthodes d'actualisation qui supposent que la valeur d'une entreprise correspond à sa capacité à générer des flux de trésorerie futurs. Enfin, nous verrons la méthode des multiples selon laquelle la valeur d'une entreprise peut être approchée par la comparaison avec d'autres sociétés analogues.

### **3.1 Les méthodes patrimoniales**

Cette section a pour objet l'approche patrimoniale, nous tenterons ici d'expliquer comment la mettre en œuvre et les différentes étapes qui la composent.

Il ressort des manuels de Imbert & al (2013) et Legros (2015) que cette méthode repose sur le postulat que la valeur de l'entreprise équivaut à la valeur économique de ses actifs. Ainsi, pour approcher la valeur de l'entreprise, il convient de réévaluer l'entièreté des actifs de son patrimoine. Ensuite, ce montant devra être diminué de la valeur des dettes pour déterminer la valeur de l'actif net réévalué qui correspond à la valeur des capitaux propres.

Cette méthode tire sa particularité du fait qu'elle se base sur les informations historiques sans prendre en considération les perspectives de rentabilité future contrairement aux approches dynamiques.

#### **3.1.1 Actif net comptable**

L'actif net correspond à la quotité de l'actif qui revient au détenteur des capitaux après remboursement des autres créanciers. Il ressort de la littérature qu'il existe plusieurs notions d'actif net :

- l'actif net comptable (ANC);

$$ANC = \text{actifs réels} - \text{dettes réelles}$$

- l'actif net réévalué (ANR) ;

$$ARN = ANC + \text{plus ou moins} - \text{value latente sur les actifs}$$

- l'actif net comptable corrigé (ANCC).

$$ANCC = ARN + \text{impact de la fiscalité différée}$$

Cette méthode consiste à déterminer l'actif net réévalué, ce qui signifie revaloriser chaque élément de l'actif. Selon Imbert & al (2013) la détermination de l'actif peut être scindée en sept étapes.

### **Étape 1 : analyse de l'information comptable et financière de l'entreprise**

La première étape de ce processus consiste à prendre connaissance de l'entreprise par la collecte d'éléments probants, notamment le rapport de commissaire, le périmètre de consolidation, le référentiel comptable utilisé, l'extrait du registre des personnes morales.

### **Étape 2 : retraitement comptable**

Il peut exister des écarts entre les règles d'évaluation et la réalité économique, c'est pourquoi des retraitements doivent être opérés sur les comptes sociaux afin qu'ils concordent davantage avec la réalité.

- Affectation du résultat : le résultat de l'exercice doit être affecté.
- Suppression des actifs et dettes fictifs : les actifs et dettes non-cessibles ne représentent aucune valeur économique, dès lors ils ne peuvent être pris en compte dans le patrimoine de l'entreprise. Les actifs et dettes fictifs sont notamment composés du capital souscrit non-appelé, des frais d'établissement et des frais de recherche et de développement (en Belgique ainsi qu'au Luxembourg, les frais de recherche ne sont pas activés).
- Reclassement des provisions pour risques et charges : les provisions doivent être incorporées aux dettes ou aux capitaux sous forme de réserves en fonction de la probabilité de survenance du risque couvert. Lorsque le décaissement est certain ou quasi-certain, la provision devra être reclassée en dettes et répartie entre dettes court terme/long terme en prenant en compte le délai de paiement estimé.
- Les comptes de régularisation :
  - o Les charges à imputer et à reporter doivent être transférées à l'actif circulant.
  - o Les produits à reporter doivent être reclassés dans les dettes d'exploitation.

- Les écarts de conversion (gain et pertes latentes) : Legros (2015) recommande de les supprimer. Imbert (2013) préconise de les reclasser dans les actifs circulants.

### **Étape 3 : construire le bilan économique et financier**

Une fois les retraitements réalisés, il est judicieux de synthétiser le résultat dans un nouveau bilan afin de disposer d'une présentation synthétisée de l'actif économique et des ressources financières. Cette étape a pour but de faciliter la comparaison entre les masses bilantaires classifiées selon leurs liquidités et exigibilités.

### **Étape 4 : déterminer la valeur économique des postes de l'actif et du passif**

Cette étape a pour but de revaloriser les actifs et passifs à leurs valeurs économiques réelles. En effet, les éléments du patrimoine de l'entreprise sont généralement enregistrés dans les comptes sociaux à leurs coûts historiques, c'est-à-dire leurs valeurs d'acquisition diminuées des amortissements et réductions de valeurs éventuelles. Cependant, cette méthode n'est parfois pas représentative du prix du marché. Le choix du référentiel impacte l'étendue des travaux à faire. Par exemple les IFRS préconisent davantage le recours à la valorisation à la juste valeur. Ils requièrent subséquemment moins de retraitements.

### **Étape 5 : identifier et valoriser les éléments hors bilan**

Cette étape consiste à prendre en considération les éléments qui ne figurent pas au bilan ; particulièrement, les biens immatériels produits en interne et par conséquent, non- immobilisés. Il est aussi nécessaire d'inventorier l'ensemble des engagements hors bilan (garanties, cautions, nantissements, hypothèques, contrats à termes, *swaps*, options...) afin d'apprécier les conséquences éventuelles de ces clauses sur le patrimoine.

### **Étape 6 : mesurer l'impact fiscal des réévaluations**

Si l'évaluation est réalisée avec l'intention de liquider l'entreprise, l'impact fiscal doit être pris en compte, car la vente engendrera la réalisation de plus-values. À l'inverse, lorsque l'entreprise est évaluée dans une perspective de continuité, il pourra être fait abstraction de l'impact fiscal.

### **Étape 7 : calculer la valeur de l'actif net réévalué (ANR)**

L'étape finale consiste à calculer l'ANR. Pour ce faire Imbert (2013) préconise de réaliser préalablement un tableau avec les colonnes suivante :

- la valeur comptable d'origine ;
- la valeur corrigée des retraitements comptables ;

- la valeur économique déterminée à partir des réévaluations ;
- les plus ou moins-values calculées pour chaque poste.

L'actif net est calculé de la manière suivantes ;

Actif net réévalué (ANR) = Actif économique (AE) - valeur de la dette nette (VDN)

Où Actif économique (AE) = actif comptable retraité + plus/moins-values nettes

## 3.2 Approche par le bilan financier

Cette approche estime que la valeur de l'actif net corrigé est égale à l'actif économique de l'entreprise diminué de la valeur de la dette. L'actif économique correspond à la somme des immobilisations incorporelles, corporelles, financières et le besoin en fonds de roulement (BFR).

L'actif économique peut également être calculé par la formule suivante ;

<p><i>Actif économique (AE)</i></p> <p><math>= (\text{immobilisations nettes} + \text{BFR}) + \text{plus/moins} - \text{values nettes}</math></p>
---

Ces agrégats sont mis en évidence dans les états financiers élaborés dans une perspective financière.

Seulement, les comptes sociaux de l'entreprise sont élaborés dans une approche comptable. Des retraitements doivent donc être opérés sur ceux-ci afin de parvenir à une approche financière des états financiers et ainsi mettre en évidence ces agrégats.

### 3.2.1 Conclusion

En conclusion, cette méthode reflète la valeur d'usage des actifs sans tenir compte des perspectives de croissance futures. En conséquence, cette méthode est appropriée aux sociétés à forte intensité capitalistique qui disposent d'une importante proportion d'immobilisations corporelles (telles que les secteurs de l'immobilier, la construction, ou la métallurgie) ou encore aux sociétés en difficulté. À l'inverse cette méthode ne convient pas aux sociétés innovantes et aux sociétés de service qui présentent une faible proportion d'actifs immobilisés.

### 3.3 Méthode mixte : *goodwill*

Ce chapitre est consacré à la méthode mixte. Nous expliquerons dans celui-ci le principe de cette méthode. Nous verrons également la formule de base qui permet de calculer le *goodwill* ainsi que quelques variantes de cette formule.

Comme nous venons de le voir la méthode du patrimoine a la particularité de ne pas prendre en compte les prévisions de rentabilité futures. La méthode du *goodwill* a pour objectif de rendre la méthode patrimoniale plus dynamique en y intégrant les perspectives de croissance.

Cette méthode est qualifiée de mixte, car elle rassemble à la fois l'approche statique avec l'ANCC et l'approche dynamique par les flux dans le calcul du *goodwill*.

Imbert (2013) définit le *goodwill* comme une survalueur qui représente le prix qu'un investisseur serait prêt à investir en plus de la valeur économique des actifs. Cette valeur peut être négative, le cas échéant, elle est communément appelée « Badwill ».

Le *goodwill* a pour but de valoriser les éléments laissés pour compte dans le calcul de l'ARN, en particulier les biens immatériels générés par les ressources humaines tels que le savoir-faire, l'expertise, la notoriété, la marque de la société, la part de marché, les accréditations et qualifications, les capacités relationnelles, la culture d'entreprise, le climat social, ... (Thomas 2018<sup>14</sup>)

Thomas (2018) définit ainsi le *goodwill* comme un élément incorporel qui permet à l'entreprise d'atteindre son niveau de performance à partir de son ARN.

#### 3.3.1 Calcul du *goodwill*

D'après cette méthode la valeur du *goodwill* peut être approchée en comparant le résultat prévisionnel du capital engagé avec le résultat global pour ensuite en extraire la rentabilité du *goodwill*. Ainsi, la rente du *goodwill* est calculée par la formule suivante :

$$\text{Rente du } goodwill = B - (r \times C)$$

Avec :

- C = capital engagé ;

---

<sup>14</sup> Thomas, P. (2018). *Valorisation des entreprises : Corporate & equity valuation*. Paris: RB édition.

- B = bénéfice de l'entreprise ;
- r = rémunération normale du capital. (Legros, 2018)

Ensuite, la valeur du *goodwill* peut être alors déterminée par capitalisation ou actualisation de la rente.

Soit, i = taux d'actualisation

$$GW = \frac{B - (r * C)}{i}$$

Les différentes interprétations des composantes de la formule ont donné lieu à une multitude de variantes de la méthode. Nous verrons ci-dessous 2 exemples de variantes.

### 3.3.2 La méthode des Anglo-Saxons

Le modèle anglo-saxon regroupe deux approches, l'une se base sur l'actif net comptable corrigé (ANCC) et la seconde admet la valeur substantielle brute (VSB) comme base. La valeur substantielle brute correspond à l'ensemble des éléments nécessaires à l'exploitation de l'entreprise. (Legros, 2017)

La rente du *goodwill* est calculée de la manière suivante ;

$$Rente\ du\ GW = B - r * ANCC$$

Ensuite le *goodwill* est actualisé au taux i ;

$$GW = \frac{B - r * ANCC}{i}$$

La valeur de l'entreprise correspond à la somme de l'ANCC et du Goodwill ;

$$VE = ANCC + \frac{B - r * ANCC}{i} \quad ou \quad VE = ANCC + \frac{B - r * VSB}{i}$$

Avec :

ANCC = actif net comptable corrigé

VSB = valeur substantielle brute

B = bénéfice de l'exercice

r = taux sans risque ou taux

$i$  = coût du capital

### 3.3.3 La méthode des praticiens

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est égale à la moyenne arithmétique de l'actif net réel et de la valeur de rendement. La valeur de rendement (VR) est égale au dernier bénéfice connu divisé par le taux sans risque. (Legros, 2017<sup>15</sup>)

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{Actif net réel} - \text{Valeur de rendement}}{2}$$

$$\text{Avec : Valeur de rendement} = \frac{\text{Dernier bénéfice connu}}{\text{Taux sans risque}}$$

→ Le valeur du *goodwill* est ensuite déduite à l'aide du calcul suivant ;

$$GW = \frac{VR - ANCC}{2}$$

Avec ;  $VR = \text{valeur de rendement}$

En conclusion, l'approche mixte s'appuie sur la méthode patrimoniale mais pallie l'aspect trop statique de cette dernière par l'incorporation du *goodwill*. Le *goodwill* a pour objectif de valoriser les biens intangibles qui ne sont pas pris en compte dans l'ANR.

## 3.4 Méthodes de capitalisation et d'actualisation

Ce chapitre se consacre aux méthodes de capitalisation et d'actualisation, nous tenterons de synthétiser la conception de cette méthode. Pour ce faire, nous nous intéresserons dans un premier temps au flux de dividendes, ensuite au cash-flows. Nous verrons également comment actualiser ces flux à l'aide d'un taux d'actualisation.

Cette méthode repose sur l'hypothèse que la valeur de l'entreprise (ou ses capitaux propres) peut être approchée par l'actualisation des sommes résultant de son exploitation. Imbert (2013) estime que cette approche est théoriquement la plus pertinente car son analyse porte aussi bien sur l'évolution des flux (dividendes ou cash-flows) que sur la capacité de croissance future de

---

<sup>15</sup>Degos, J. (2017). *Evaluation des entreprises - méthodes classiques*. Louvain-la-Neuve, Belgique: e-theque.

l'entreprise. Nous verrons dans ce chapitre que cette approche se décline en deux méthodes ; la première se base sur les dividendes et la seconde sur les cash-flows.

### 3.4.1 Modèles actuariels des flux de dividendes

Ce modèle préconise de calculer la valeur des capitaux propres d'une entreprise en s'appuyant sur l'évolution des dividendes futurs actualisés au coût des capitaux propres, en considérant un taux de distribution moyen et un taux de croissance des dividendes. En conséquence, cette méthode s'adresse exclusivement aux sociétés qui versent des dividendes.

$$V_{CP} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Dividende_i}{(1 + K_{cp})^i}$$

Avec ;

$V_{CP}$  = valeur des capitaux propres

$K_{cp}$  = coût des capitaux propres

La mise en œuvre de cette approche passe par trois étapes ;

- Premièrement, il convient d'analyser la politique de dividendes adoptée par l'entreprise.

Il s'agit en outre de regarder ;

- Le taux de rendement ( $Taux\ de\ rendement = \frac{dividende\ par\ action}{cours\ de\ bourse} = \frac{DPA_t}{P_t}$ )
- Le taux de distribution ( $Taux\ de\ distribution = \frac{dividende\ versé}{résultat\ net}$ )
- Le taux de croissance du dividende par action (DPA) ( $Taux\ de\ croissance\ du\ DPA = \frac{dividende\ versé}{résultat\ net}$ )

- Deuxièmement, il convient de réaliser des prévisions de résultat et anticiper le taux de distribution.
- Troisièmement, il faut choisir le modèle d'actualisation des dividendes adéquat. Le modèle de dividendes perpétuels constants et le modèle de dividendes perpétuels croissants sont repris ci-dessous.

#### 3.4.1.1 Dividendes perpétuels constants (ou modèle d'Irwing Fisher)

Ce modèle présuppose que le taux de croissance des dividendes est nul. Dès lors la valeur de l'action ( $P_0$ ) peut être déterminée de la façon suivante ;

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Div_i}{(1 + K_{cp})^i}$$

Avec :

$P_0 =$  prix de l'action à l'instant 0

$K_{cp} =$  coût des capitaux propres

$Div_i =$  dividende de l'année  $i$

### 3.4.1.2 Dividendes perpétuels croissants (ou modèle de Gordon Shapiro)

Ce modèle suppose que les dividendes croissent infiniment avec un taux de croissance constante ( $g$ ). La valeur du prix est alors calculée de la manière suivante :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Div_i * (1 + g)^i}{(1 + K_{cp})^i}$$

Avec :

$K_{cp} =$  coût des capitaux propres

$Div_i =$  dividende de l'année  $i$

$g =$  taux de croissance

Après avoir évalué la valeur des capitaux propres, il faudra y rajouter la valeur actualisée de la dette nette ( $V_{dn}$ ) pour estimer la valeur de l'entreprise.

## 3.5 Modèles actuariels des cash-flows ou DCF (Discounted Cash Flows Model)

Ce modèle détermine la valeur d'une entreprise en s'appuyant sur la valeur des flux de trésorerie disponibles actualisés au coût du capital.

Cependant, Imbert (2013) estime que la méthode DCF est inadaptée dans de nombreux cas : les entreprises non-côtées qui n'ont pas d'équivalent en bourse (coopératives agricoles, groupements artisanaux, entreprises semi-publiques), les entreprises en difficulté pour

lesquelles il est difficile d'évaluer avec précision les flux de trésorerie futurs, les entreprises publiques et les administrations publiques.

La version la plus simple suppose que les cash-flows sont estimés sur un horizon infini.

$$V_e = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{Flux de trésorerie disponibles}_i}{(1 + K_{WACC})^i}$$

Avec :

$V_e$  = valeur de l'entreprise

$K_{WACC}$  = coût moyen pondéré du capital

Sa version plus générale estime qu'à partir d'une date (n) les cash-flows augmentent à un taux constant (g), ce qui nous amène à la formule suivantes ;

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{FDT_i}{(1 + K_{WACC})^i} + \frac{FDT_n * (1 + g)}{K_{WACC} - g} * (1 + K_{WACC})^{-n}$$

Avec ; g= taux de croissance

$FDT_i$  = flux de trésorerie en i

$K_{WACC}$  = Coût moyen pondéré du capital

Dans un premier temps, il convient comme pour toutes les autres méthodes, de prendre connaissance de l'entreprise. Ici, il faut plus précisément comprendre le *business model* pour pouvoir élaborer le *business plan*. (Imbert, 2013)

Deuxièmement, il faut déterminer les cash-flows futurs. Lors de cette étape il convient de choisir la finalité des cash-flows. Si les cash-flows sont destinés aux bailleurs de fonds de l'entreprise alors les cash-flows ne prennent pas en compte la dette. Ces derniers sont connus sous le nom *Free Cash Flows to Firm* (FCFF). À l'inverse, lorsqu'il s'agit des cash-flows destinés aux actionnaires les cash-flows tiennent compte de l'endettement de la société car les actionnaires ne sont normalement rémunérés qu'après remboursement de l'endettement exigible. Ceux-ci sont appelés *Free Cash Flows to Equity* (FCFE).

Ainsi, les cash-flows pour les actionnaires se calculent par la formule suivante :

**Résultat d'exploitation**

- Impôt sur le résultat d'exploitation
<b>= Résultat opérationnel après impôt</b>
+ Amortissements [Dotations – Reprises]
- Investissements [Acquisitions – Cessions]
- Variation du BFR
<b>= Cash-flow pour l'entreprise</b>
+/- Variation de l'endettement financier
<b>= Cash-flow pour les actionnaires</b>

Ensuite, selon Imbert (2013) et Degos (2017), si l'évaluation se base sur les cash-flows, il est nécessaire de déterminer le coût moyen pondéré du capital ( $K_{WACC}$ ), calculé par la formule suivante :

$$k_{WACC} = \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_{DN}} k_{CP} + \frac{V_{DN}}{V_{DN} + V_{CP}} * k_{DN} (1 - t_{IS})$$

$K_{WACC}$  = coût moyen pondéré du capital ;

$k_{CP}$  = coût des capitaux propres ;

$k_{DN}$  = coût de la dette nette ;

$V_{CP}$  = valeur économique ou valeur de marché des capitaux propres ;

$V_{DN}$  = valeur économique de la dette nette ;

$t_{IS}$  = taux d'impôt des sociétés.

Lorsque ce sont les cash-flows pour les actionnaires qui sont retenus, il faut calculer le coût des capitaux propres ( $k_{CP}$ ) pour les actualiser :

$k_{CP}$  = rentabilité espérée = rentabilité d'un placement sans risque + prime de risque

$$k_{CP} = r_i + \beta_{CP} * (R_m - r_i)$$

Où :

$k_{CP}$  = coût des capitaux propres ;

$r_i$  = rentabilité de l'actif sans risque ;

$\beta_{CP}$  = bêta de l'action  $i$  (sensibilité du titre) ;

$R_m$  = taux de rendement moyen du marché ;

La figure ci-dessous résume le lien entre le type de cash-flow et le mode d'actualisation.

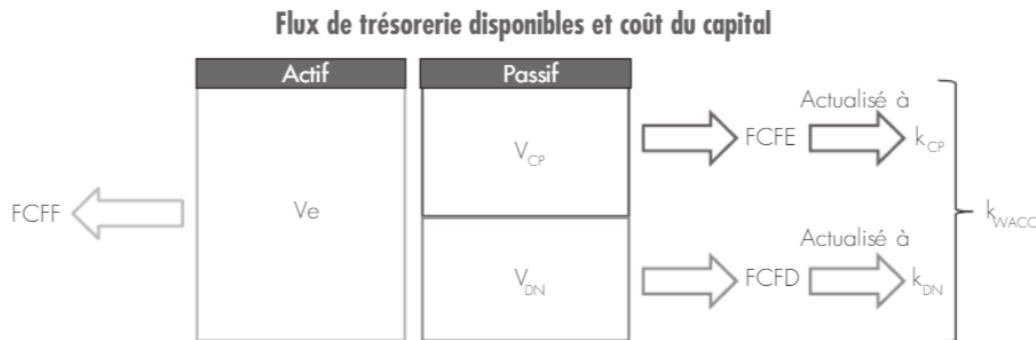


Figure 2 Flux de trésorerie disponibles et coût du capital (Palard & al., 2013, p. 288)

#### Etape 4 : Estimation de la valeur terminale et le taux de croissance des cash-flows à l'infini

Les cash-flows ne peuvent être calculés de manière explicite à l'infini (comme nous avons vu au point précédent). Il s'agit dans cette étape d'estimer de manière implicite les cash-flows au-delà de l'horizon retenu. Deux manières de calcul implicites sont généralement retenues.

La première admet que la valeur finale est égale à un multiple de l'EBIT (Earnings before interest and taxes) ou de l'EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

La deuxième méthode suppose que la valeur finale correspond à une rente perpétuelle qu'il convient donc d'actualiser sur un horizon infini.

Enfin, la valeur de l'entreprise peut être calculée en prenant en compte l'ensemble des paramètres précédents (flux de trésorerie de l'entreprise ( $FDT_i$ ), le coût moyen pondéré ( $k_{WACC}$ ) et la valeur terminale) par la formule suivante ;

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{FDT_i}{(1 + K_{WACC})^i} + \frac{\text{Valeur terminale}_n}{(1 + K_{WACC})^n}$$

À l'issue de cette méthode nous constatons que seule la capacité à générer des flux de trésorerie compte. En effet, comme le souligne Degos (2017) l'entreprise est considérée comme une boîte noire capable de générer des revenus. Par exemple, prenons l'exemple d'une société avec un patrimoine de 500 euros et une autre dont le patrimoine est égal à 50 euros, si elles disposent toutes les deux d'un flux de sortie de 50 euros, alors d'après la méthode des cash-flow elles seront estimées à la même valeur.

### 3.5.1 Conclusion

En conclusion, cette approche présente l'avantage de prendre en compte les perspectives de croissance et de rentabilité. Cependant, les plans financiers requis ne sont pas toujours faciles à réaliser dans les temps impartis. La disponibilité de l'information désavantage souvent les analystes financiers.

Imbert (2013) souligne également que l'évaluation obtenue à l'issue de cette méthode dépend fortement des hypothèses et des paramètres du modèle, qui sont eux-mêmes fort sensibles aux conditions du marché. Il s'agit d'une méthode rationnelle, mais elle peut s'avérer fortement aléatoire si un manque d'exactitude ou d'objectivité dans les prévisions venait à se produire.

## 3.6 La méthodes des multiples

Nous analyserons ici la méthode des multiples et nous verrons comment sont sélectionnées les entreprises comparables, Nous nous pencherons ensuite sur le choix des multiples de référence et enfin la période de référence.

La méthode des multiples est fondée sur l'hypothèse que lorsqu'il existe un échantillon de sociétés comparables dont la valeur de marché est connue et qu'en moyenne ces valeurs sont acceptables, alors la valeur de marché de l'entreprise peut être estimée par extrapolation des multiples de valorisation calculés sur l'échantillon aux agrégats financiers analogues de cette entreprise (Damodaran, 2006, tel que reporté par Chastenet, 2011).

Cette hypothèse requiert donc que le marché soit efficient, du moins en moyenne, pour évaluer de manière égale des actifs identiques.

Cependant, certains auteurs tels que Benquet (2018) réfutent cette hypothèse, car dans certains cas, notamment dans le modèle des LBO<sup>16</sup>, les prix de transaction ne reflètent pas la valeur de

---

<sup>16</sup> Leverage buy out

l'entreprise, mais sont le résultat de l'intégration d'un modèle de financement et d'un impératif de rentabilité. Ils sont donc fondés sur les montages financiers destinés à les acquérir.

Cette méthode suppose donc qu'il est possible d'identifier des sociétés comparables, voire identiques. Cependant, cette supposition est tempérée dans un premier temps par les différences d'ordre organisationnel (activité, taille, rentabilité, risque) qui peuvent exister, mais aussi par une multitude d'autres facteurs tels que le référentiel comptable, le cadre juridique ou encore le taux d'imposition. Nous aborderons les critères de performance pertinents pour choisir les sociétés comparables ultérieurement.

D'après Chastenet (2011), les praticiens ainsi que les professionnels chargés de certifier la valorisation ont de plus en plus recours à la méthode des multiples. Chastenet de Castaing (2011) et Astolfi & al (2014) s'accordent sur le fait que cette méthode doit sa généralisation notamment à sa simplicité. En effet, celle-ci requiert moins d'estimations d'hypothèses et la quantité d'informations à exploiter est également moindre que pour les autres méthodes. Cependant, Imbert & Palard (2013) estiment que cette simplicité n'est que de prime abord.

Cependant, il ressort de l'étude de Chastenet & Jeannin (2007, tel que reporté par Chastenet, 2011) que cette méthode est employée davantage comme outil de vérification des résultats obtenus des autres méthodes que pour réellement déterminer la juste valeur de l'entreprise. Bhojraj & Lee (2002) et Tasker (1998) affirment cette position et soulignent que la mise en œuvre de cette pratique a pour vocation d'expliquer d'éventuelles différences par rapport aux multiples de sociétés comparables. Il ressort également de cette étude que le PER<sup>17</sup> est le multiple le plus utilisé.

Courteau, Kao, O'Keefe & Richardson (2005, tel que reporté par Chastenet, 2011) estiment que le recours à cette méthode par les praticiens est souvent conditionné par le manque de certitude relatif aux éléments à prendre en compte au-delà de leur horizon prévisionnel.

Cette méthode se décline en trois étapes ; premièrement il convient de sélectionner les entreprises jugées comparables pour constituer l'échantillon. Ensuite, la deuxième étape consiste à choisir les multiples de référence. Enfin, la dernière étape se consacre au calcul des multiples synthétiques représentatifs du niveau de ces sociétés.

---

<sup>17</sup> *Price to earning ratio*

## **3.6.1 Sélection des entreprises comparables**

### **3.6.1.1 Critère de sélection**

Chastenet (2011) recommande d'identifier les entreprises du même secteur dénommées les sociétés paires. A cette fin, l'auteur préconise l'utilisation de classement sectoriel SIC<sup>18</sup> de niveau 3 ou 4. Le recours au secteur privé est également pertinent, car les bases de données du secteur privé sont mises à jour plus régulièrement.

Les entreprises d'un même secteur ne présentent pas forcément les mêmes niveaux de rentabilité, de croissance et de risque. Cependant, le secteur demeure un critère de sélection pertinent, car d'un point de vue microéconomique, ces caractéristiques ont tendance à présenter des valeurs propres au secteur.

Chastenet (2011) préconise de réduire le champ du secteur aux concurrents directs de l'entreprise.

Chastenet (2011) stipule que la croissance, la rentabilité et la taille sont des indicateurs qui sont régulièrement utilisés dans le processus de sélection des sociétés de l'échantillon. Les chercheurs n'ont pas encore trouvé d'évidence quant à la pertinence d'un critère de localisation.

L'étude menée par Astolfi & al (...) a démontré que fonder la sélection des entreprises sur des ratios de performance contribue à améliorer la validité de la méthode. L'efficacité des ratios est fonction des multiples choisis. Ainsi, pour les multiples de capitaux employés, le taux de rentabilité est recommandé ; pour les multiples de chiffres d'affaires, le taux de marge d'exploitation sur chiffre d'affaires est le plus adéquat ; et le taux de croissance anticipé est préférable pour les multiples de résultats relatifs à l'exercice réalisé.

### **3.6.1.2 Taille de l'échantillon**

Les professionnels ne contrôlent pas la taille de l'échantillon d'entreprises comparables, c'est-à-dire qu'ils ne contrôlent pas le nombre d'entreprises qui composent le groupe de pairs, car cela dépend principalement du nombre de sociétés côtées disponibles dans chaque domaine d'activité.

---

<sup>18</sup> *Standard industrial classification*

D'après Chastenet & Jeannin (2007, tel que reporté par Chastenet de Castaing, 2011), il ressort de la mise en œuvre de la méthode que les échantillons sont composés de 1 à 16 entreprises, et en moyenne les sociétés retenues sont au nombre de 5.

## 3.6.2 La sélection des multiples de référence

La deuxième étape de ce processus consiste à identifier les indicateurs de valeur et les agrégats financiers utilisés dans le calcul des multiples de référence.

### 3.6.2.1 Les indicateurs de valeur

Chastenet (2011) réfute l'utilisation des capitaux propres, car ces derniers dépendent du taux d'endettement de l'entreprise et sont donc impactés par l'impôt. Il préconise dès lors l'utilisation de la valeur de l'entreprise au numérateur du multiple de référence. Néanmoins, les capitaux propres restent communément utilisés en raison de leur simplicité.

### 3.6.2.2 Les agrégats financiers de référence

Le dénominateur du multiple correspond à la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie. Astolfi & al préconisent le recours aux multiples de résultat tels que l'EBIT<sup>19</sup> ou l'EBITDA<sup>20</sup> plutôt que les multiples de chiffres d'affaires ou capitaux employés.

### 3.6.2.3 Sélection de la période de référence

Les données prospectives sont à privilégier, mais lorsque ces informations sont indisponibles le professionnel peut exploiter les données les plus récentes ou encore recourir à une moyenne sur une durée plus longue en période de turbulence. (Imbert, 2013). Astolfi & al (2014) et Chastenet (2011) s'accordent également sur le bien-fondé de l'utilisation des données prévisionnelles dans la méthode des multiples.

## 3.6.3 Exemple

Ci-dessous un exemple illustratif de l'application de la méthode des multiples<sup>21</sup>.

### Information financière de la société X

Million EUR	EBITDA	Dette nette
-------------	--------	-------------

<sup>19</sup> *Earning before tax and interest*

<sup>20</sup> *Earning before tax, interest, depreciation and amortization*

<sup>21</sup> Cet exemple est tiré de PwC (2020), Private Equity and Venture Capital valuation (e-learning). [Private Equity and Venture Capital valuation \(e-learning\) \(pwc.lu\)](https://www.pwc.lu/private-equity-valuation)

Société X		400		500
-----------	--	-----	--	-----

Ces données proviennent des états financiers de la société X, que l'on cherche à évaluer.

### **Information financière des sociétés pairs**

Groupe des pairs	EV/EBITDA
Société A	10
Société B	9,5
Société C	11
Société D	6
<b>Moyenne</b>	9,13
<b>Médiane</b>	9,75

Les sociétés A,B,Cet D sont les sociétés qui ont été sélectionnées comme comparables pertinents au regard de la société X et les multiples ont été calculés sur base de leurs états financiers.

### **Estimation de la valeur de la société X**

Groupe des pairs	VE/EBITDA
VE	3.650,00
- Dette nette	-500
= Fonds propres	3.150,00

La valeur de l'entreprise se calcule en multipliant son EBITDA par la moyenne ou la médiane des multiples de ses pairs.

Il suffit de diminuer la valeur de l'entreprise de la valeur nette de la dette pour dériver la valeur des capitaux propres.

## **3.6.4 Conclusion**

En conclusion, il s'agit d'une méthode qui repose sur l'hypothèse que deux actifs similaires, avec les mêmes caractéristiques, sont réputés avoir le même prix. Par conséquent, la valeur d'une société peut être estimée sur base d'un échantillon d'entreprises comparables.

Elle présente le principal avantage de l'accès relativement facile à l'information, mais aussi d'être une méthode orientée marché et elle ne requiert pas beaucoup d'hypothèses en comparaison avec la méthode des cash-flows.

Néanmoins comme les autres méthodologies, celle-ci présente des limites, notamment sa forte dépendance aux cycles boursiers et le fait de ne pas pouvoir directement prendre en compte les spécificités des entreprises évaluées. Il peut être parfois difficile de trouver des sociétés comparables comme par exemple pour les marchés de niches. Des éléments tels que des problèmes de liquidité ou encore une prime pour prise de contrôle peuvent engendrer une fluctuation des prix. Autant récolter des informations sur des multiples boursiers représente une facilité, autant il est difficile d'accéder à des informations sur les transactions.

### **3.6.5 Calibrage au prix d'un investissement récent**

Une approche également citée dans le guide de l'IPEV est le calibrage au prix de la dernière transaction lorsqu'il y a eu un investissement récent dans la société évaluée ou lorsqu'elle a été récemment acquise, le prix de cet investissement peut être un bon indicateur pour calibrer les données du modèle d'évaluation.

Les partisans de cette méthode estiment que le prix qu'un investisseur a récemment payé pour obtenir un bien peut être considéré comme représentatif de sa juste valeur car cette transaction résulte normalement d'un processus d'évaluation considérable.

Cependant le prix d'un récent investissement ne peut être considéré comme une méthode à part entière et cette technique ne peut donc pas être utilisée seule pour évaluer une entreprise. Ainsi, à chaque date d'évaluation, l'évaluateur est tenu d'estimer si des changements ou événements postérieurs à la transaction justifient une modification de la juste valeur de l'investissement.

Les normes IPEV précisent que lorsque le prix payé par un tiers est retenu pour calibrer les données dans un modèle d'évaluation il faut tenir compte du contexte de l'acquisition. Le référentiel liste les facteurs suivant comme indicateurs que le prix n'est pas entièrement représentatif de la juste valeur :

- des droits différents sont attachés aux nouveaux titres
- un investisseur motivé par des ambitions stratégique
- dilution capital suite à un nouvel investissement considérable
- Des transactions forcées

### 3.7 *Early stage start-up*

Le calibrage au prix récent est notamment recommandé dans les guidelines IPEV pour les start-up en début de vie. En effet, le niveau de risque très élevé et l'investissement en plusieurs étapes rendent leur valorisation difficile. (Keeley & al, 1996)

La probabilité de succès ou d'échec des activités est incertaine, et il est donc difficile d'établir des prévisions de cash-flows. Les IPEV guidelines préconisent, en conséquence d'utiliser une approche " marché " en l'occurrence le prix de l'investissement.

D'après les IPEV guidelines, au vu du grand nombre de tours de financement que connaissent les start-up, leur prix peut être considéré comme représentatif de leur juste-valeur. Les IPEV indiquent également, que lorsque l'évaluateur l'estime pertinent, il peut faire une analyse industrielle, sectorielle, ou de scénarii et/ou de Milestone. En effet, dans « (...) *ces circonstances, les références sectorielles/milestones qui sont habituellement et couramment utilisés dans les secteurs d'activité de la société détenue peuvent, le cas échéant, être utilisés pour estimer la juste valeur* » (IPEV guideline 2018, p 34)

Ainsi, la valeur de l'entreprise dépendra de la réalisation ou non d'une référence et/ *milestone*. Le dépassement objectif serait un indicateur d'augmentation de valeur et à l'inverse un objectif non-atteint signifierait éventuellement une diminution de la valeur.

Ces indicateurs peuvent être d'ordre financier tels que la croissance du chiffre d'affaire, taux de rentabilité, ... ou d'ordre technique, par exemple, stades de développement, approbation de brevet, ...

Plusieurs auteurs (Dubocage, 2006 ; Hege, 2001) concernant la problématique de la valorisation des entreprises « early stage » sont d'avis que les méthodes traditionnelles (DCF et multiples) ne peuvent être mobilisées pour valoriser ces sociétés étant donné qu'elles ne génèrent pas suffisamment ou presque pas de flux de trésorerie. La valeur de la société équivaut à sa matière grise, plus précisément à sa capacité à se positionner sur des marchés de niche en croissance, et sur des nouveaux marchés grâce à son concept innovant. Ces auteurs concluent que cette catégorie d'entreprise nécessite la mise en œuvre de nouvelles méthodes.

Que et Zhang (2021) sont du même avis que les IPEV guidelines, pour ces derniers, la valorisation des start-up s'appuie principalement sur la négociation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs (Hsu, 2007 ; Cumming et Dai, 2011 et Manigart, 2012, tel que rapportés

par Que et Zhang, 2021). La littérature s'est alors intéressée aux facteurs susceptibles d'influencer cette négociation. (Que et Zhang (2021)).

Ainsi, Pour Miloud et Cobral (2011) les liens externes (le réseau), la structure du marché et les ressources, l'entrepreneur et son équipe étant la principale ressource des startups, constituent les éléments qui sont considérés dans ces négociations.

Keeley & al (1996) recensent plusieurs méthodes applicables à ce type de sociétés,

La première est basée sur la méthode traditionnelle des *discounted cash-flows*,

La première variante du modèle est une version simplifiée des DCF et incorpore également des multiples, la valeur est alors égale à l'actualisation des dividendes futurs et du prix de vente espéré lors de son entrée en bourse ou cession dans le privé. Les start-up ne distribuent pratiquement jamais de dividendes, il n'est donc pas tenu compte de cette partie de l'équation. La valeur de l'entreprise est alors calculée en appliquant aux prévisions de vente un multiple de ventes (valeur de l'entreprise/ventes) ou sur base d'un multiple de revenu net. Le taux d'actualisation utilisé correspond au niveau de rendement souhaité. Nous obtenons à l'issue de ces modifications, l'équation suivante :

$$V_e = \sum_{t=0}^T \frac{E(P_T)}{(R)^t}$$

$$\begin{aligned} E(P_T) &= \text{espérance du prix de ventes} = \text{ventes} * \text{ratio de multiple de ventes} \\ &= \text{resultat net} * \text{ratio de multiple de résultat net} \end{aligned}$$

$$R = \text{taux de rendement}$$

La deuxième méthode proposée par Keeley & al est de calculer la valeur de l'entreprise en le dérivant du prix de son option en utilisant le modèle de Black-Scholes ou Brealey & Myers et en utilisant le taux sans risque. D'après les IPEV guidelines cette méthode est rarement utilisée.

Pour conclure ce chapitre, la problématique des start-up a fait couler beaucoup d'encre et grand nombre d'auteurs sont d'avis que les méthodes traditionnelles que nous avons étudiées plus haut ne sont pas applicables aux start-up, ces dernières nécessitent conséquemment de nouvelles méthodes.

## 4 Audit des fonds

Nous aborderons dans ce chapitre quel est le rôle du réviseur au regard de la valorisation du portefeuille. Ainsi, nous nous intéresserons davantage aux diligences prescrites dans de la norme ISA 540 relative aux estimations comptables.

Cette norme a récemment été révisée par l'IAASB (*International Auditing and Assurance Standards Board*) afin de renforcer la qualité de l'audit des estimations, en apportant davantage de précisions à cet égard.

D'un point de vue global, la mission du réviseur dans le cadre de l'audit légal des comptes annuels est de procurer une assurance raisonnable que les états financiers pris dans leur ensemble, ou au niveau des assertions, ne comportent pas d'anomalies significatives susceptibles d'avoir une influence sur les décisions prises par les lecteurs de ces états financiers. Pour pouvoir forger une opinion, l'auditeur devra se baser sur des éléments probants suffisants et appropriés.

Plus précisément, le sujet de ce mémoire est davantage axé sur la norme ISA 540 relative aux estimations comptables, rappelons néanmoins que les normes ISA constituent un tout indissociable, et doivent donc toutes être prises en considération dans leur ensemble dans le processus d'audit; cette norme « exige de l'auditeur qu'il évalue, en se fondant sur les procédures d'audit mises en œuvres et les éléments probants obtenus, si les estimations comptables et les informations y afférentes sont raisonnables au regard du référentiel d'information financière applicable, ou si elles comportent des anomalies ». (ISA 540 révisée, point 9)

La norme précise également ce qu'elle entend par « raisonnables au regard du référentiel d'information financière applicable » ; cette expression signifie que « les exigences pertinentes du référentiel d'information financière applicable ont été appliquées adéquatement, notamment en ce qui concerne :

- l'établissement de l'estimation comptable, y compris le choix de la méthode, des hypothèses et des données compte tenu de la nature de l'estimation comptable et des faits et circonstances propres à l'entité ;
- le choix de l'estimation ponctuelle de la direction ;

*les informations à fournir sur l'estimation comptable, y compris celles qui expliquent la manière dont elle a été établie et la nature, l'étendue et les source de l'incertitude d'estimation* ». (ISA 540 révisée, point 9)

Selon l'ISA 540, le terme « estimations comptables » désigne les postes des états financiers qui *«ne peuvent pas être évalués avec précision, mais peuvent seulement être estimés* », tel est le cas des actions et parts d'entreprises qui ne sont pas échangées sur un marché actif. L'évaluation des entreprises tombe donc sous le champ de la définition de l'estimation comptable.

Cependant, il est également important de rappeler que conformément à la norme ISA 200 qui détermine le cadre général des missions d'audit, un audit réalisé selon les normes ISA implique que la direction reconnaisse ses responsabilités. En outre, la direction reste responsable de l'élaboration des états financiers. Ainsi, la responsabilité d'évaluer objectivement les actifs de la société et en représenter l'image fidèle dans les états financiers incombe à la direction de l'entreprise.

De surcroît, le point 2 de la norme 540 (révisée) énonce expressément que les estimations comptables doivent être élaborées par la direction.

Ces estimations peuvent s'avérer plus ou moins complexes en fonction du niveau d'incertitude qu'elles comportent. D'après cette norme, le niveau d'incertitude est induit par la part de subjectivité et la dispersion des résultats attachées à l'exercice d'évaluation, elles-mêmes dues aux limites inhérentes aux connaissances ou aux données. En effet, le processus d'évaluation requiert de la direction d'exercer un jugement premièrement dans le choix et l'application d'une méthode sur base de données (observables ou obtenus de tiers et données dérivées) et d'hypothèses.

L'auditeur devra déterminer la nature, le calendrier et l'étendue de ses procédures d'évaluation des risques en fonction du niveau d'incertitude lié à l'estimation et l'évaluation du risque d'anomalies significatives. Cette norme requiert de l'auditeur d'évaluer individuellement le risque associé aux estimations comptables.

Comme vu antérieurement, la hiérarchie de juste valeur comporte trois niveaux de juste valeur, ce niveau engendre différents degrés d'incertitude : toutes choses étant égales par ailleurs, plus l'évaluation sera basée sur des éléments observables, moins il y aura d'incertitude autour de celle-ci. En effet, une évaluation basée sur des données de niveau 1 telle qu'une cotation

boursière sera moins sujette à interprétation, par conséquent, plus subjective et suscitera un degré d'incertitude relativement faible.

Ainsi, conformément aux normes ISA l'auditeur devra notamment prendre connaissance de l'entité et son environnement.

L'annexe 2 reprend un tableau récapitulatif des exigences de la norme ISA 540 (révisée).

Par ailleurs, il est également mentionné dans le rapport du réviseur que les estimations comptables élaborées ont été soumises à l'appréciation du réviseur.

Il s'agit d'un exercice relativement complexe, car en cas d'écart entre les estimations de l'auditeur et celles de la direction, l'auditeur doit évaluer si cette différence est due à la disparité des résultats, inhérente à l'exercice d'évaluation ou si cet écart constitue une manipulation des états financiers dans le but d'atteindre un certain objectif. Comme indiqué dans la norme 240 qui traite de la fraude, celle-ci est plus compliquée à détecter, car elle traduit une volonté de dissimulation et peut découler de procédés sophistiqués et *« bien que l'auditeur soit à même d'identifier des opportunités potentielles de fraudes, il lui est difficile de déterminer si des anomalies ayant trait à des éléments qui font appel à des jugements, tels que des estimations comptables, proviennent d'une fraude ou résultent d'une erreur. »* (ISA 240.6)

## 5 Méthodologie

Afin de pouvoir analyser les méthodes de valorisation utilisées lors de fonds d'investissement nous avons décidé de collecter des données sur le terrain.

J'ai préparé un guide d'entretien dans le but de mener des entretiens directifs et ainsi pouvoir obtenir des réponses à mes questions. Celles-ci étaient ouvertes pour pouvoir garder de la flexibilité au niveau des réponses.

J'ai réalisé des entretiens individuels avec des auditeurs ayant différents niveaux d'expérience et différents postes au sein de cabinets divers afin d'avoir un échantillon varié. Cependant leur caractéristique commune était d'être spécialisés dans le domaine du *private equity*.

- Talat Kadret, réviseur agréé, directeur en audit dans le département assurance dans l'industrie du *private equity* (PwC Luxembourg)
- Stéphane Rodigari, réviseur d'entreprise et CFA (chartered financial analyst), (KPMG)
- Laurent Pierre, analyste dans l'équipe de valorisation (Deloitte)
- Malik Ait khalifa, Senior Analyst au sein de l'équipe *Valuation* (Grant Thornton)
- Arnaud Schrank, manager auditeur (RSM)

L'objectif poursuivi par ces entretiens était de s'enquérir des différentes positions, compréhensions, attitudes des professionnels au sujet des méthodes de valorisations.

Ensuite, j'ai retranscrit les interviews pour pouvoir analyser et comparer les réponses des répondants.

Étant donné les mesures liées à la crise sanitaire nous avons été contraints de réaliser tous les entretiens par visio-conférence (Teams et Google Meets).

Enfin, nous avons décidé d'analyser un cas pratique afin d'illustrer et compléter les résultats des interviews.

## **6 Interview**

Une fois le cadre théorique posé, nous avons interviewé des professionnels, analystes et auditeurs afin de pouvoir répondre à l'objet de notre recherche de départ, à savoir analyser comment les méthodes de valorisation sont utilisées lors de l'audit de fonds d'investissement dans les différents cabinets d'audit.

L'échantillon des auditeurs interrogés est composé d'auditeurs provenant de cabinet de grandes et moyennes tailles, afin d'avoir un échantillon diversifié et pourvoir analyser si des différences entre les pratiques sont induites par la différence de taille.

Aussi, les individus qui composent l'échantillon exercent également des fonctions différentes au sein des cabinets de révision : j'ai interrogé des auditeurs, des analystes qui effectuent les valorisations pour les auditeurs et des auditeurs qui ne font pas appel à des évaluateurs et qui effectuent les valorisations eux-mêmes.

### **6.1 Les différents cabinets**

Selon les analyses des interviews, il existerait une corrélation entre les tailles des cabinets d'audit et la taille des fonds audit ; les grands cabinets d'audit auditeraient les grands fonds et l'inverse serait également vrai, ce postulat repose sur le fait que les moyens qui doivent être déployés seraient proportionnels à la taille du fonds.

Il ressort des interviews que les plus grands cabinets d'audit disposent en interne d'un département qui les assiste dans l'étape de valorisation du portefeuille.

Les analystes sont chargés de réaliser la valorisation, évaluer la pertinence des modèles ainsi que les différentes hypothèses retenues par le client.

Les cabinets plus petits ne disposent pas de cette infrastructure. Ils ont avancé que cette absence est due à la taille du cabinet. Les auditeurs sur ce point font preuve de multidisciplinarité et examinent eux-mêmes les valorisations.

## 6.2 Méthodologies suivies

La méthodologie employée par les différentes personnes interrogées se conforme à l'approche par les risques, comme vu plus haut.

Les tests sont réalisés en s'appuyant sur un seuil de matérialité, de cette manière, un auditeur explique réaliser plusieurs valorisations notamment en tenant compte des différentes hypothèses et en regardant ensuite si les différences dépassent son seuil de matérialité.

## 6.3 Risques majeurs lors de l'audit

Le plus grand risque a été situé, à l'unanimité, au niveau de la valorisation du portefeuille, dans la détermination du montant de la valeur nette d'inventaire.

Il a notamment été reproché aux normes IPEV de laisser trop de liberté d'interprétation. En effet, les IPEV fournissent un cadre général, mais ce cadre est peu contraignant. Ceci a pour effet de laisser la possibilité au client de manipuler les résultats des valorisations à son avantage et de traiter certaines problématiques en fonction de leurs objectifs. Ces normes permettraient de « *jouer un peu comme on veut, car elles laissent place à la liberté [...]. Les clients pourraient jouer là-dessus sur ce flou, ce libre-arbitre pour manipuler les résultats de la valorisation* » déclare un intervenant, de même il semblerait qu'il soit assez simple pour le client « *de faire varier sa valorisation en jouant avec quelques assumptions* ».

De plus, la subjectivité est présente à plusieurs niveaux, effectivement l'évaluateur doit juger quelle méthode convient le mieux à l'actif évalué. Mais une fois la méthode choisie, les différents paramètres et hypothèses doivent également être appréciés. Par exemple, si l'analyste décide d'appliquer la méthode des multiples, il devra ensuite déterminer quel multiple sera retenu, l'EBIT, EBITDA, le revenu, mais également la période sur laquelle ils seront calculés. Les résultats peuvent également changer en fonction de la délimitation géographique retenue,...

La solution suggérée semble correspondre à une analyse de la sensibilité, ainsi un analyste déclare que lorsqu'il le juge nécessaire, il effectue le calcul en intégrant les différentes hypothèses pour pouvoir comparer la différence et les écarts sont exposés et discutés avec le client.

Tous ces paramètres et hypothèses sont des facteurs qui auront un impact sur le résultat final.

Les fonds promettent un certain rendement aux investisseurs et une partie de leurs revenus dépend des résultats de performance du fonds, ceci pourrait donc constituer une pression qui pourrait être à l'origine de fraude. Partant, le fonds ferait tout « *pour présenter des valorisation en ligne avec ce qu'il avait vendu aux actionnaires, un rendement de x %* » nous affirme un auditeur.

En effet, comme nous avons pu le voir dans la revue de littérature, la valorisation relève plus de l'art que d'une science exacte, car « *il n'existe donc pas en pratique une valeur, mais une série possible d'évaluations* » (Conso, 1997, p 485). Elles sont sujettes à un haut niveau de subjectivité, ce qui suscite un accroissement du risque de fraude.

## **6.4 Procédures mises en place**

Il ressort des interviews que les procédures suivies sont très proches d'un cabinet à l'autre.

Pour répondre à ce risque, comme nous le rappelle un intervenant, il est primordial de s'assurer de disposer d'un nombre suffisant de personnes avec les connaissances suffisantes dans l'équipe. Certains cabinets ont d'ailleurs constitué des équipes spécialisées à cet effet.

La première procédure suggérée est d'acquérir une bonne compréhension de l'environnement de contrôle et de la manière dont les investissements ont été réalisés.

Il s'agit ici non seulement de comprendre la méthodologie suivie, mais également le rôle joué par le client à l'égard de la société cible ; est-ce que la société cible est contrôlée par le fonds ? Le fonds est-il membre du conseil d'administration ? Comment la performance de la société cible est-elle monitorée ? De quelles informations dispose le client au sujet de la société cible ? Cette étape est importante, car elle permet de déterminer le niveau d'importance que l'auditeur devra accorder à chaque indicateur de performance (chiffres d'affaires, EBIT, EBITDA, bénéfice net) et si des ajustements doivent être apportés à ceux-ci et le cas échéant examiner la cause de ces ajustements.

Il convient également de comprendre le processus de valorisation du fonds mis en place par le management, à savoir la manière dont il est réalisé, et la nature des contrôles sur ces processus.

L'auditeur se renseigne notamment pour savoir si les valorisations sont faites par le client ou par un évaluateur externe, car des données externes ont une valeur probante plus forte que des

éléments recueillis en interne (Vessié, 2021). Mais lorsque les travaux d'intervenants externes sont utilisés alors l'auditeur doit s'assurer de la qualification de l'intervenant.

Les auditeurs veillent à obtenir les états financiers audités et la valorisation élaborée par le client.

Le fait que les comptes soient audités suppose que l'on peut se fier dans une certaine mesure au caractère raisonnable des chiffres exposés. La fiabilité de l'information financière constitue un élément primordial, car elle impacte fortement les résultats du modèle.

L'auditeur analyse alors la méthodologie du client, il s'assure notamment que celui-ci utilise un modèle communément accepté, que le modèle est approprié à l'égard de l'actif valorisé.

La consistance du modèle est également analysée. Normalement la méthodologie reste la même d'une période à l'autre, tout changement devra donc être justifié et fera l'objet d'une revue.

Les hypothèses clé doivent être identifiées et étudiées afin de les comprendre.

Ensuite, des tests de détails plus spécifiques seront mis en place (cf ; le premier cas pratique) pour recueillir des éléments probants.

Le modèle est étudié pour s'assurer que la méthodologie a été correctement appliquée.

Des calculs mathématiques sont effectués à nouveau et chaque hypothèse et chaque paramètre sont revus individuellement pour évaluer leur caractère raisonnable et leur vraisemblance, car comme mentionné plus haut, tous ces éléments ont un impact sur le résultat final.

Un réviseur déclare procéder à une vérification de « *chaque ligne à 100 %, de façon substantive la valorisation doit refléter le prix qui serait obtenu lors d'une transaction.* »

Des discussions sont organisées avec la direction au sujet de toutes les hypothèses d'évolution du business plan de la société, c'est-à-dire le taux de croissance du chiffre d'affaires, du taux d'endettement, du Capex, ...

Des *backtesting* sont réalisés sur les données pour s'assurer de leur plausibilité. L'auditeur compare les prévisions antérieures aux résultats effectifs pour évaluer le niveau de précision des prévisions élaborés par la direction.

Par exemple pour le taux de croissance, l'auditeur regarde si ce taux a été atteint les années précédentes et si pas, la direction devra justifier sa position optimiste.

Pour vérifier la vraisemblance des données d'entrée, un intervenant a stipulé demander des *worst and best case scenarii* à ses clients, afin d'en faire une moyenne.

D'après les interviews, les auditeurs s'appuient sur un raisonnement de déduction « logique ».

- « *Évaluer une société mature par la méthode de Milestone ne serait pas logique ou sur base de l'actif net comptable, cela ne se fait pas souvent* »

- « *Par exemple, un client qui affirme que son entreprise, qui valait l'année dernière 100 000, vaut encore aujourd'hui ces 100 000 EUR malgré le Covid alors que son chiffre d'affaires a diminué, ce n'est pas normal, il faudra challenger le client pour comprendre et voir si cela est justifié.* »

Collecter des éléments probants peut se révéler être un exercice assez complexe, car le nombre d'investissements se multiplie au fur et à mesure du temps.

Il a été préconisé d'examiner chaque année les modèles et chaque hypothèse dans le détail et de s'assurer que ceux-ci sont exempts de tout changement, « *car les hypothèses peuvent être amenées à changer et si on manque d'esprit critique face à cela, on peut être facilement amené à rater quelle chose* ». Il convient donc de rester vigilant à cet égard.

## 6.5 Méthodes utilisées

« *En principe, la valeur doit refléter le prix qui serait obtenu lors d'une transaction entre acteurs de marché. En général, les méthodes appliquées sont celles qui sont appliquées par les acteurs de marché lorsqu'ils font des transactions, ce sont ces mêmes méthodes.* »

Il est immanquablement et expressément ressorti des discussions que les *discounted cash-flows* et les multiples sont manifestement les méthodes principalement utilisées. Ces dernières sont également appelées « *income and market approaches* ».

Comme nous en a fait part un intervenant, ces méthodes sont mondialement reconnues et constitue donc un « *gage de qualité* ».

La méthode des Milestone est la méthode recommandée pour les *early stage start-up* dans les IPEV-guidelines

Après leur avoir demandé de plus amples informations concernant cette méthode ils nous ont répondu qu'il s'agit d'évaluer la société en fonction de l'accomplissement ou non de certains objectif .

*« On va la valoriser en disant : si vous atteignez tel chiffre d'affaires, alors l'entreprise sera valorisée pour autant, et on va revoir cela tous les ans [...] Prenons l'exemple d'une entreprise qui invente et commercialise des valises supers innovantes qui ne génèrent pas encore de cash pour la valorisation, je vais définir des étapes, par exemple si l'entreprise atteint un chiffre d'affaires de cent-vingt-mille l'année prochaines alors je la valoriserai pour 100 millions d'EUR en plus d'une profitabilité d'autant, plein de critères, objectifs, ...»*

Un autre répondant, en parlant de tours de financement définit celui-ci à sa manière.

*« Comme je disais, la classe d'actif venture capital est une classe très spécifique, où on a des sociétés qui sont en cours de lancement, ou au début de leur vie qui ont peu ou pas de chiffres d'affaires et qui sont en général peu profitable, les investisseurs vont fournir un capital à ces sociétés, là pour leur financement mais vont fournir un capital limité pour que la société puisse fonctionner pendant une année par exemple, de sorte que si le développement qu'elle suit est en ligne avec son business plan, à la fin de l'année il peut y avoir un nouveau tour de financement pour passer à la prochaine étape. Et la valeur du nouveau tour de financement décidé entre les investisseur fixe la valeur de l'entreprise. C'est une discussion entre le management de l'entreprise, entre les fondateurs, le management et les investisseurs qui fixent la valeur de l'entreprise pour l'augmentation du capital.*

*Quand on est dans des sociétés de venture capital qui se développent assez vite, il peut y avoir des tours de financement pratiquement tous les ans et une nouvelle valorisation qui repose sur des facteurs qualitatifs également »*

Un intervenant a également évoqué la méthode *Black and Scholes*, mais a précisé qu'il s'agit d'une méthode qui est était « très peu utilisée, surtout au Luxembourg ».

## **6.6 Le choix de la méthode**

Le choix n'est pas prédéfini par les cabinets, mais est laissé au jugement professionnel des analystes ou auditeurs, tous déclarent choisir la méthode la plus adaptée au cas par cas en fonction de l'actif valorisé. Mais généralement, lorsque des sociétés présentent les mêmes critères, il y a de fortes chances que la même méthode soit utilisée.

Ainsi, « *le marché reconnaît un certain nombre de méthodes qui s'appliquent à certains types d'actifs/instruments* » déclare un réviseur.

En effet, les raisonnements tenus par les différents auditeurs et analystes étaient tout de même convergents et appliquent la même « logique », ainsi certaines méthodes ne se prêtent pas à certains actifs, voici des exemples de raisonnement communiqués :

« *Une société qui a une activité particulière pour laquelle il est difficile de trouver des comparables, je ne recommanderais pas la méthode des comparables* »

Le choix de la méthode dépend des caractéristiques de l'actif dont il est question. Le choix repose sur la catégorie et le niveau de maturité de l'actif. Le cycle de vie de la société est donc pris en considération. Ainsi, une entreprise toute jeune ne sera pas valorisée de la même manière qu'une société mature.

La taille est également un critère pris en considération.

Rappelons également que les auditeurs s'appuient sur la valorisation obtenue par le client, ainsi le modèle préparé par le client aura une grande influence sur le choix de l'auditeur comme le stipule un réviseur. « *Nous sommes des auditeurs donc nous ne faisons pas les modèles, c'est le client qui prépare le modèle. Le client prépare le modèle et moi, je revois* ». Mais il précise également qu'il peut lui arriver de ne pas être d'accord avec le modèle proposé par le client et en conséquence faire une valorisation indépendante.

Les *discounted cash-flows* et les multiples sont les méthodes le plus souvent utilisées par les clients et par les cabinets. Les sociétés qui sont en début de vie qui ne génèrent pas encore de profits, sont valorisées par « les Milestones » ou par « tours de financement ». Ces méthodes représentent les « trois grosses méthodes ».

## **6.7 Avantages et inconvénients**

Bien que toutes les personnes interviewées affirment utiliser principalement les méthodes des multiples et des comparables, force est de constater que des préférences personnelles persistent et font émerger deux groupes, certains préfèrent l'une à l'autre et vice-versa.

Selon un analyste, chaque méthode a ses avantages et inconvénients, elles seraient complémentaires et les multiples et les cash-flows seraient autant utilisés, mais il penche

davantage pour les *discounted cash-flows*, car cette méthode serait « plus adaptée à certaines situations » cependant, il leur arrive de manquer des informations nécessaires.

### **6.7.1 Discounted cash-flows**

Les partisans des *discounted cash-flows* avancent l'argument que cette méthode est celle qui prend en compte les caractéristiques intrinsèques des sociétés évaluées et permet également de valoriser le plus grand nombre d'actifs.

Le principal inconvénient de cette méthode est le grand nombre d'hypothèses requises, particulièrement l'incertitude quant aux projections de cash-flows. C'est pourquoi un répondant préconise de limiter l'utilisation de cette méthode aux investissements « *pour lesquels on a une visibilité sur les revenus futurs parce qu'ils sont relativement stables et contractuels sur des longues périodes* ». Il recommande notamment cette méthode pour les investissements en infrastructure et les projets énergétiques. Les cash-flows pour ces types de projets sont relativement prévisibles et découlent de contrats. La fiabilité des cash-flows peut donc être testée par rapport à ces contrats.

Aussi, selon cet intervenant, les DCF, lorsqu'ils sont utilisés au moment de l'acquisition, peuvent par la suite être *backtestés* en comparant les projections qui avaient été faites avec les chiffres d'affaires et indicateurs de profitabilité effectivement réalisés pour évaluer si les projections du management étaient fiables.

Cette méthode nécessite que la société en question soit rentable : lorsque l'entreprise n'est pas rentable, le résultat est très faible et ne reflète pas nécessairement le potentiel de l'entreprise.

### **6.7.2 Multiples**

La méthode des multiples présente l'avantage d'être relativement simple à mettre en œuvre.

Elle repose sur un nombre plus limité d'hypothèses. Les opportunités de jouer sur celles-ci sont donc limitées.

Un intervenant affirme que cette méthode est celle qui serait principalement utilisée pour les investissements en *private equity*. Ce dernier argumente que « *L'essentiel des transactions dans le private equity se fait sur la méthode des multiples [...] la méthode de valorisation doit refléter le prix probable dans une transaction donc, si les transactions se font sur une méthode de*

*multiples, alors pour déterminer le prix le plus probable d'une transaction, il faut réutiliser la même méthode ».*

Il a été reproché à celle-ci d'être trop impersonnelle et donc ne pas prendre en considération les spécificités de l'actif évalué.

En outre, celle-ci pourrait se révéler difficilement applicable à une société dont l'activité est particulière, pour laquelle il est difficile de trouver des comparables.

Selon un intervenant, les multiples de transactions pourraient être sujet à discussion, car il arrive que ces multiples ne soient pas représentatifs de la valeur de l'entreprise. En effet, certaines natures de transactions ne peuvent être utilisées comme référence et cette méthode serait très laborieuse, car la collecte de données n'est pas aisée et les résultats sont sujets à discussion.

### **6.7.3 Milestone**

Cette méthode semblerait être utilisée à défaut de pouvoir mettre en place les DCF ou les multiples, spécialement pour les sociétés au début de leurs cycles de vie. La méthode répond à la problématique des entreprises pour lesquelles il est difficile de trouver des entreprises comparables et qui ne génèrent pas encore suffisamment de bénéfice que pouvoir appliquer la méthode des DCF. Par exemple, un intervenant déclare ;

*« pour du venture capital dans une start-up, généralement, on ne va pas utiliser les comparables, car il est difficile de trouver des comparables et pas un DCF non plus, car elle n'a pas encore de cash alors pour valoriser ce type d'entreprises, on va procéder par les Milestones, par jalons en français. »*

À l'inverse, cette méthode ne serait pas recommandée pour des sociétés dont le cycle de vie est mature.

### **6.7.4 Patrimoniale**

La méthode patrimoniale n'a été spontanément mentionnée par aucun intervenant. Après avoir demandé leur avis sur cette méthode, les intervenants ne semblaient pas très enthousiastes à son égard, et plusieurs ont même remis en question la pertinence de celle-ci, contestant que tant qu'une société *« a encore une activité, ce n'est pas représentatif, car son activité a une valeur et ses actifs ont une valeur »*.

## 6.7.5 Conclusion

Chaque méthode présente des avantages et des inconvénients, la littérature expose également ces avantages et inconvénients. Les auditeurs ne déconseillent a priori, aucune méthode, mais nous constatons cependant que la méthode patrimoniale n'est pas particulièrement recommandée. La pertinence de cette méthode a même été remise en question par plusieurs intervenants.

## 6.8 Nombre de méthodes utilisées

Plusieurs avis ont été émis au sujet du nombre de méthodes utilisées pour évaluer un même actif. Certains prônent de recourir systématiquement à deux méthodes pour corroborer les résultats obtenus et d'autres ont déclaré n'utiliser une deuxième méthode que lorsque cela est jugé nécessaire.

Et enfin un intervenant qui a indiqué préférer n'utiliser qu'une seule méthode dans la mesure où il arrive que les clients utilisent plusieurs méthodes et qu'ils parviennent à des résultats éloignés et qu'ils décident en conséquence d'en faire une moyenne ; ce qui constitue un problème aux yeux du réviseur car « *je pars du principe que ça ne veut pas dire grand-chose, [...] C'est que l'on s'est trompé dans le modèle. Normalement, je m'attends à une convergence des méthodologies* » affirme le réviseur.

Ce dernier nous précise également que parfois il lui arrive de ne pas être d'accord avec la méthode choisie par le client et d'en réaliser une autre.

Un autre analyste nous confie également que lorsque l'approche du client est jugée appropriée, il précise cependant que dans la majorité des cas le client utilise une méthode appropriée, cette même méthode est retenue et réexécutée par l'équipe de valorisation pour vérifier que la valeur obtenue par le client est exacte.

Le cas échéant, la vérification s'applique surtout lorsque les DCF sont utilisés comme première méthode car comme le stipule un réviseur « *[...] il n'y a pas tellement d'options pour faire la vérification des multiples* ».

Les intervenants s'accordent sur le fait que les résultats des méthodes pour une même entreprise sont censés converger vers un même résultat, dans le cas contraire cela indiquerait l'existence d'une déficience quelque part.

## 6.9 Crise financière

L'une des questions qui figurait dans le questionnaire interpellait quant à l'impact de la crise sur le choix de la méthode d'évaluation à utiliser.

Au sujet de l'impact de la crise financière, les avis sont mitigés.

Un analyste est d'avis qu'il s'agit d'un élément ponctuel, il ne faut donc pas en tenir compte.

Un autre intervenant nous a répondu qu'« *en pratique ça n'a pas vraiment influencé le choix de la méthode* ».

Pour la méthode des cash-flows, un analyste déclare challenger davantage la justification des taux de croissance positifs.

Concernant la méthode des multiples, pour certains les cotations sur le marché, bien qu'elles fluctuent, restent représentatives de la valeur de marché, car elles représentent le prix auquel le marché est disposé à acheter l'action à un temps T.

Cette situation ne semble pas influencer le choix de la méthode.

Les intervenants s'accordent sur le fait que la crise financière ne les rend pas davantage enclins à recourir à la méthode patrimoniale, selon laquelle une entreprise vaut ce qu'elle possède. Mais un des répondants précise que cela peut tout de même contribuer à augmenter son utilisation de manière indirecte, car il y a de plus en plus de sociétés en liquidation. Cependant, pour la majorité des répondants, tant qu'une entreprise a une activité, cette méthode reste inappropriée, car les actifs et l'activité ont de la valeur et doivent donc être valorisés.

Il est cependant à noter que pour un autre analyste interrogé, les informations émanant du marché ne sont pas stables suite à la crise financière et nous ne pouvons pas en conséquence nous y fier. Nous avons alors tenté d'en savoir davantage quant aux solutions à trouver pour pallier cela. L'auditeur nous a répondu « *Du coup, on navigue un peu, approches comparatives, on navigue à vue car certains marchés sont sous-côtés ou sous-valorisés et aucune possibilité pour le savoir faut connaître.* »

En conclusion, cela ne semble pas influencer le choix de la méthode dans la pratique, cependant les réviseurs appellent à la prudence, notamment au niveau des taux de croissance, des perspectives de revenu, trop optimistes, ...

## 6.10 Conclusion

Au fil des entretiens, j'ai pu me rendre compte que les avis convergent vers un certain consensus, notamment sur les guidelines suivies, les méthodes utilisées et les procédures mises en place.

Les méthodologies déployées par les différents cabinets semblent avoir les mêmes lignes directrices. En effet, lors des interviews, j'ai pu me rendre compte que les mêmes éléments reviennent de même que la méthodologie qui semble être assez généralisée.

Certains cabinets disposent en interne d'une équipe spécialisée en évaluation qui supporte l'auditeur dans sa mission. Il semblerait que l'existence d'un tel département dépende de la taille des cabinets.

La méthodologie qui se dégage des entretiens semble converger vers celle étudiée dans le cas pratique.

Les intervenants s'accordent tous sur le fait que les normes IPEV sont la « référence » pour la valorisation des participations dans le *private equity* du moins au Luxembourg. Les participants ont également déclaré à l'unanimité que le choix de la méthode dépend des caractéristiques de la société cible. Les auditeurs et analystes s'accordent à dire que les méthodes des DCF et des multiples sont les plus répandues.

Aussi, la problématique des start-up qui ne génèrent pas de revenus a été soulevée par l'ensemble des intervenants, et il semblerait que la méthode de Milestones constitue la solution généralement admise pour valoriser les entreprises qui présentent ces caractéristiques.

Ensuite, les discussions ont également mis en évidence les limites que présentent chaque modèle. Ces limites sont également relatées dans la littérature.

Une attention particulière est accordée à la plausibilité des données reçues, et pour ce faire, le *backtesting* semble être la méthode la plus répandue.

J'ai pu également constater que la méthodologie déployée est conforme à l'approche par les risques, à savoir commencer par identifier quels sont les points susceptibles d'encourir un risque, ensuite le risque est évalué en prenant en compte les différents éléments susceptibles

d'accroître celui-ci, l'audit est mené et les décisions sont prises en fonction des seuils de matérialité fixés.

## 7 Cas pratique

En résumé, dans un premier temps, nous avons commencé par poser le cadre théorique, dans lequel nous avons défini les fonds d'investissements. Ensuite, nous nous sommes intéressés à la fonction clé des fonds d'investissement à savoir la valorisation du portefeuille et avons essayé de résumer la littérature actuelle relative aux méthodes d'investissement. Et enfin nous avons synthétisé le rôle du réviseur d'entreprises à l'égard de la valorisation du portefeuille.

Dans un deuxième temps, nous avons interviewé des analystes et auditeurs afin d'analyser comment cela est mis en pratique et analysé si la pratique est en ligne avec la littérature afin de déterminer si la théorie est en ligne avec les pratiques actuelles. Nous en avons conclu que les différents cabinets s'accordent sur les méthodes à utiliser et que les procédures mises en place dans les différents cabinets convergent vers un même modèle.

Nous allons maintenant, tenter d'analyser l'opérationnalisation de la théorie et la pratique décrite par les différents intervenants à travers un cas pratique tiré de la documentation d'audit d'un fonds de *private equity* sur lequel j'ai pu travailler lors de mon stage chez PwC Luxembourg. Il s'agit d'un fonds qui investit dans le *private equity* c'est-à-dire dans des entreprises non-côtées sur des marchés réglementés.

Ce programme est décliné en plusieurs étapes.

Premièrement, l'auditeur s'assure à l'aide d'une check-list de tenir compte de l'ensemble des diligences de la norme ISA 540.

En deuxième lieu, avant de s'intéresser à la valorisation des actifs, un test est réalisé pour vérifier leur existence.

Troisièmement, le modèle et les hypothèses fournis par le client sont examinés pour s'assurer du caractère raisonnable de ceux-ci.

Ensuite, une fois les comptes audités de la société cible obtenu, un *backtesting* est réalisé sur les données pour vérifier leur vraisemblance.

Enfin, la méthode des multiples boursiers et de transactions est également mise en œuvre pour corroborer les résultats obtenus par le premier modèle. Comme nous avons pu le voir précédemment il arrive que la méthode des multiples soit mise en œuvre à des fins de vérification.

Il convient de rappeler que l'audit n'a pas l'ambition d'identifier toutes les anomalies que peuvent comporter les états financiers, mais d'acquiescer une assurance raisonnable que les états financiers pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives susceptibles d'influencer les décisions prises par les utilisateurs de ceux-ci.

Ainsi, l'auditeur applique l'approche de l'audit par le risque comme nous l'avons mentionné plus haut.

## **7.1 Checklist ISA**

Tout d'abord, comme nous l'avons vu dans la revue de littérature, le cadre des normes ISA impose une série de diligences à l'égard des estimations comptables. C'est pourquoi les guidelines de PwC mettent à disposition de l'auditeur, dans un premier temps, une check-list relative aux recommandations de la norme ISA 540 (révisée), afin de s'assurer que l'audit remplit l'ensemble des prescriptions de la norme. Les auditeurs interviewés ont également déclaré que des check-lists ont été établies par leur cabinet pour s'assurer de respecter l'ensemble des diligences.

À travers cette check-list, l'auditeur pose premièrement le cadre général : il identifie les méthodologies utilisées. Dans le cas d'espèce, il s'agit du prix de l'investissement récent combiné à la méthode des cash-flows. Comme vu précédemment, les IPEV guidelines régulent cette méthodologie. En effet, ces guidelines recommandent l'utilisation du prix de l'investissement afin de calibrer la valorisation résultant d'une autre méthodologie.

Il est également demandé d'analyser si la méthodologie d'évaluation est cohérente avec celle de l'année précédente, car tout changement doit être justifié.

L'auditeur doit évaluer l'expérience et les compétences des personnes en charge de l'estimation de l'évaluation.

Ensuite, l'auditeur détermine quel est le cadre légal de présentation, ici le fonds présente ses comptes selon le référentiel luxembourgeois (LUXGAAP) et a opté pour la plus-value comme principe comptable de valorisation de ses actifs. L'auditeur doit estimer si les informations fournies en annexes sont suffisantes et appropriées.

Concernant le prix d'un récent investissement, il est demandé à l'auditeur de documenter le caractère raisonnable de la nature récente de l'investissement. Dans ce cas-ci, l'investissement

a été réalisé trois mois plutôt. L'auditeur a donc jugé celui-ci suffisamment récent que pour calibrer le modèle, s'assurer que les parts acquises représentent plus de 5%, qu'il n'existe pas d'indication que le prix n'est pas représentatif de la juste valeur, par exemple s'il s'agit d'une transaction forcée ou si une évolution significative de l'activité de l'entreprise depuis cette transaction peut avoir un impact sur la valorisation.

En ce qui concerne la méthode des cash-flows, les chiffres du *business plan*, la croissance attendue du secteur, le WACC ou coût de K utilisé ainsi que la valeur terminale doivent être passés en revue.

Concernant la méthode des multiples, ceux-ci sont analysés pour notamment s'assurer que les multiples sont constants par rapport à ceux de l'année précédente et que ceux jugés déraisonnables ne sont pas pris en compte.

L'auditeur doit aussi indiquer si le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou l'EBIT a été ajusté, le cas échéant la justification devra être documentée. Il doit préciser la période retenue pour calculer les multiples utilisés au niveau de la société cible et des sociétés comparables, et comme vu précédemment les multiples peuvent être calculés à partir de données passées ou sur base de prévisions.

Cette check-list traite également des biais de la part du management. A cet effet, il convient de s'informer si des changements importants, tels que des changements de méthodes ou d'hypothèses, ont eu lieu par rapport à l'année précédente, et le cas échéant, évaluer si ceux-ci constituent un risque d'anomalie. Les hypothèses du modèle sont comparées à celles du marché, pour s'assurer qu'elles sont raisonnables.

Les guidelines requièrent l'élaboration d'un « backtesting », rappelons que ce procédé consiste à comparer les chiffres prévisionnels avec ceux effectivement réalisés, pour vérifier dans quelle mesure la société maîtrise sa prévision de flux de trésorerie.

La calibration doit également être réalisée afin de s'assurer que le modèle et les hypothèses reflètent les paramètres du prix de transaction initial. Pour rappel, cette dernière consiste à insérer les données initiales de la transaction dans le modèle actuellement utilisé pour vérifier que le résultat est bien égal au prix de transaction.

En conclusion, nous pouvons constater que cette check-list reprend l'ensemble des prescriptions de la norme ISA 540, et permet ainsi de s'assurer que l'auditeur a pris en compte l'ensemble des exigences de cette norme.

## 7.2 Existence

Avant d'évaluer les actifs, il convient en premier lieu de s'assurer de l'existence de ceux-ci et pour ce faire l'auditeur réalise un test d'existence.

Ce test consiste dans un premier temps, à inventorier l'ensemble des investissements du fonds et faire un résumé comparatif avec les chiffres de l'année précédente. Le tableau comprend les soldes de l'année précédente, les soldes de l'année auditée et la variation en pourcentage.

Les montants de ce tableau sont confrontés aux montants indiqués dans les *leadschedules* afin d'en vérifier l'exactitude. Dans ce cas d'espèce, le fonds vient de réaliser son premier et seul investissement, cette démarche n'a donc pas été effectuée.

Étant donné qu'il s'agit d'une nouvelle acquisition, l'auditeur a demandé à obtenir le registre des parts de la société cible. Les données comptables (prix d'achat, nombre d'actions/nominal) relatives à cette nouvelle acquisition ont été confrontées aux contrats d'achat pour s'assurer de leur exactitude.

Les conventions d'achat des actions et tous les contrats liés aux investissements et lorsque c'est possible le certificat de propriété des actions peuvent également être demandés lorsqu'il s'agit d'un nouvel achat.

L'auditeur inclut notamment dans sa documentation un lien vers le dossier permanent dans lequel il doit recenser les spécificités des nouveaux contrats ayant un impact sur la publication des états financiers (ex: engagement, dérivés embarqués, conditions de conversion, clauses de prix différés, clauses d'*earn out*, pactes d'actionnaires, droits ou options attachés, jalons,...).

### 7.2.1 Confirmation de la banque dépositaire

Conformément à la loi relative aux OPCVM du 10 décembre 2010 et la loi du 12 juillet 2013 concernant les gestionnaires de fonds d'investissement, les fonds doivent désigner une banque dépositaire.

Le rôle de la banque dépositaire est de garder et administrer les actifs, mais aussi de veiller à ce que toutes les transactions effectuées par ou pour le compte de l'OPC soient effectuées

conformément à la loi et au règlement ou aux documents constitutifs de l'OPC. Les banques dépositaires agissent en toute indépendance et préservent l'intérêt des investisseurs<sup>22</sup>.

L'auditeur procède à la circularisation de la banque dépositaire afin de recueillir une confirmation externe comme exigée par la norme 505 pour documenter son travail. La demande d'information ainsi que la réponse sont consignées dans le dossier d'audit. La banque dépositaire confirme, directement à l'auditeur, le portefeuille de titres détenus pour le compte de la société, y compris le nombre d'actions et une description complète de l'émission. Il convient de vérifier que la confirmation a été signée par l'agent de garde approprié. La confirmation doit également inclure toutes les garanties mises en gage.

Les données qui figurent dans les documents reçus par la banque dépositaire sont confrontées aux données enregistrées dans la comptabilité afin de vérifier leur existence et leur exhaustivité.

L'auditeur regarde la description, le nom, la quantité ou le montant principal ainsi que les autres termes pertinents pour chaque titre et recalcule le pourcentage détenu.

Les assertions existence, droits et obligations, exhaustivité, exactitude, présentation et divulgation, et le *cut-off* sont également des assertions que l'on cherche à couvrir par ce test.

Comme pour tout autre test, l'auditeur doit déterminer quels sont les éléments qui constituent sa population, fixer un échantillon et déterminer quels sont les éléments constitutifs d'une anomalie.

## **7.2.2 Circularisation directe de la société détenue**

En fonction du niveau d'assurance obtenu sur base de la confirmation reçue de la banque dépositaire, l'auditeur peut décider d'adresser sa demande directement à la société détenue.

Tel qu'imposé par les normes ISA, l'auditeur doit maintenir le contrôle sur ses demandes de confirmations externes, ainsi le client se charge de préparer la demande et l'auditeur de l'envoyer. Il convient également de vérifier que la confirmation a été signée par un fonctionnaire compétent.

À travers cette lettre, l'auditeur demande une confirmation non seulement de l'investissement détenu par le fonds, mais aussi du nombre d'actions et une description complète de l'émission

---

<sup>22</sup><https://www.cssf.lu/fr/banque-depositaire/>

et de toutes les garanties mises en gage, tout comme la confirmation qu'aucun changement n'est survenu dans la structure juridique qui pourrait avoir un impact sur le fonds audité.

Les normes ISA requièrent de l'auditeur d'assurer le suivi des demandes. Pour ce faire, lorsque la demande reste sans réponse, les auditeurs procèdent au rappel et lorsqu'une réponse est reçue par un moyen électronique, l'auditeur doit prendre contact avec la personne autorisée afin de s'assurer que la réponse provient bien de cette dernière. Enfin les auditeurs sont enjoins à documenter cette procédure dans un calendrier de suivi des confirmations.

En présence d'investissements réalisés par l'intermédiaire de véhicule d'investissement (SVP), l'auditeur devra juger de la nécessité de mettre en place des procédures d'audit complémentaires en fonction notamment de son évaluation des contrôles mis en place.

## **7.3 Test d'évaluation : test des modèles et des hypothèses**

Après s'être assuré de l'existence des investissements, l'auditeur peut à présent examiner l'évaluation de ceux-ci. Cette étape consiste à analyser le modèle et les hypothèses posées.

Il s'agit d'une étape à laquelle tous les intervenants accordent une grande importance.

Habituellement, le portefeuille est composé de plusieurs actifs, il convient alors de commencer par faire une analyse analytique des investissements détenus. Il s'agit ici d'élaborer un tableau comparatif de tous les investissements de fin d'année (ce résumé doit inclure le solde de l'année précédente, le solde de l'année en cours, la variation du montant, la variation en%). Les montants proviennent des soldes individuels à la balance provisoire et au calendrier des *leads*<sup>23</sup> de l'année précédente.

Il est préconisé dans les guidances de PwC de tester l'ensemble de la population. Néanmoins l'auditeur peut juger pertinent, le cas échéant, de choisir la taille de l'échantillon qui devra être manifestement justifiée et documentée. Ici, cette procédure n'a pas été réalisée car c'est la première année que l'actif est détenu.

---

<sup>23</sup> Les *leads* sont un fichier de travail qui reprend la réconciliation des soldes des comptes tels que repris dans la balance provisoire et tel que mentionnés dans les états financiers

### 7.3.1 Équipe spécialisée en valorisation

Dans cette étape, l'auditeur est accompagné par une équipe de professionnel en valorisation. En effet, PwC dispose en interne d'une équipe d'appui composée d'analystes spécialisés en valorisation qui prépare et se charge de valoriser les entreprises du fonds pour les auditeurs.

J'ai eu l'opportunité de m'entretenir avec des membres de ce département. Il ressort de ces entretiens que les titres sont valorisés conformément à la hiérarchie de la juste valeur, avec en première place le *mark to market*, c'est-à-dire que le titre est valorisé à son prix de cotation lorsque que l'action est cotée. Ensuite, en deuxième position, mais essentiellement pour les obligations, des « *mark to model* » peuvent être utilisés, ceux-ci correspondent à des évaluations réalisées par des agences spécialisées dans l'information financière telles que Bloomberg, etc. En troisième position, les prix de *dealers and brokers* sont utilisés. Mais il arrive que toutes ces informations ne soient pas disponibles à ce moment, aussi une équipe au sein de ce département est spécialisée en *Private equity*.

### 7.3.2 Compréhension du modèle

Tout d'abord, il convient d'acquérir une bonne compréhension afin de s'assurer que le modèle utilisé est approprié au cas d'espèce. En l'occurrence, le client utilise la méthode des *discounted cash*, le modèle est calibré au prix de l'investissement récent (l'investissement a été réalisé en septembre), conformément aux normes IPEV. La direction compare le résultat obtenu par le modèle avec celui qui aurait été obtenu avec les données de la transaction. À titre de contrôle supplémentaire du caractère raisonnable, la direction utilise également les multiples de marché comme point de référence. Néanmoins, le modèle des DCF reste le modèle principal.

Non seulement les normes ISA exigent de l'auditeur d'acquérir une bonne compréhension du modèle et des hypothèses, mais il ressort également des interviews que les différents intervenants accordent une grande importance à cette étape.

Les justes valeurs estimées par le modèle se sont avérées être supérieures à la valeur initiale de la transaction. Cependant, le client a décidé d'opter pour une approche prudente et ne pas acter de plus-value. L'auditeur a jugé les explications fournies par la direction raisonnables et la différence a été considérée comme insignifiante étant donné qu'elle est inférieure à son seuil de performance. En conséquence, il en a conclu qu'il ne s'agit pas d'une inexactitude et aucun ajustement n'est nécessaire.

### 7.3.3 La période concrète

Les cash-flows ne peuvent être calculés concrètement indéfiniment, il convient de fixer une période dite concrète pour laquelle les cash-flows sont calculés pour chaque année. L'auditeur passe en revue la période concrète retenue par le client et évalue le caractère raisonnable de celle-ci. Au-delà de cet horizon, un cash-flow fictif est estimé pour la durée de vie restante de l'entreprise (cf : partie 1 la méthode des cash-flows). Ici, le client a opté pour une période concrète de 5 ans et l'auditeur a jugé qu'au regard de la pratique du marché et compte tenu des caractéristiques de l'investissement, celle-ci est raisonnable.

### 7.3.4 Valeur terminale

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, après la période concrète, une valeur fictive est attribuée pour la durée de vie restante. L'auditeur a analysé le *cash* estimé par le client et a conclu que celui-ci était congruent à la situation.

### 7.3.5 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation (WACC) représente un élément important dans la valorisation et son estimation impacte directement le résultat, c'est pourquoi il est également important de l'examiner. Après analyse de ce dernier, il a été conclu que le client l'a correctement calculé.

Par ailleurs, le WACC utilisé par le client tombe en dehors de la plage de valeurs calculée par les analystes, elle est légèrement plus élevée. Cette différence a donné lieu à une analyse de sensibilité, pour comparer les différents résultats. Il a été conclu à l'issue de celle-ci que l'écart n'est pas significatif.

### 7.3.6 Période de d'actualisation

La méthode traditionnelle, comme nous l'avons vue dans la revue de littérature, admet que les cash-flows sont actualisés en fin d'année et le dénominateur tient compte de la période écoulée entre la dernière année et la présente année de la manière suivante :

$$\frac{\text{Cash} - \text{flow}}{(1 + K_{WACC})^{-n}}$$

Où ;  $K_{WACC}$  = *Cout moyen pondéré du capital*

$-n$  = le nombre d'années écoulées entre cette année et l'année de réalisation du cash-flow soit  $n = \text{année du cash-flow} - \text{année en cours}$

À travers ce cas pratique, nous constatons que certains praticiens appliquent la « mid-year convention ». Cette approche suggère de diminuer la période de la moitié d'une année afin de refléter la perception des cash-flows étendue sur une année en supposant que tout l'argent est perçu à la moitié de l'année pour en faire une moyenne, et ce de la manière suivante (Lohmann et Oakford, 1984, tel que rapporté par Matytskiy, 2011) ;

$$\frac{\text{Cash} - \text{flow}}{(1 + K_{WACC})^{-n-0,5}}$$

Dans ce cas, le client a décidé de ne pas appliquer cette « convention » et l'auditeur a jugé cela acceptable au regard de la situation du client.

### **7.3.7 Valeur de l'entreprise**

Une fois l'ensemble des paramètres examinés et leur pertinence confirmée, ces éléments sont rassemblés en une équation pour calculer la valeur de l'entreprise. Après analyse de l'équation elle-même et de la valeur obtenue, l'auditeur et l'équipe de valorisation ont conclu que les valeurs actuelles obtenues par le client ont été correctement calculées.

## **7.4 Vérification de la vraisemblance des données**

Une fois que la cohérence du modèle ainsi que ses hypothèses ont été analysées de manière globale, les données qui sont entrées dans le modèle, notamment les cash-flows, sont analysées individuellement afin de s'assurer de leur plausibilité. Comme nous l'avons indiqué plus haut, un *backtesting* a été réalisé à cet effet. Celui-ci tient compte des données de la période précédant l'émission du rapport jusqu'au mois de mars et les comptes audités ont également été obtenus.

## **7.5 Vérification par les multiples**

L'équipe de valorisation a également recalculé les multiples boursiers et de transactions pour corroborer le résultat obtenu par la méthode d'actualisation des cash-flows.

Pour la méthode des comparables, la plupart du temps le client fournit ses entreprises comparables. Lorsque le client ne le fait pas, les analystes de l'équipe de valorisation les recherchent à l'aide d'un logiciel qui permet de filtrer l'ensemble des entreprises sur base de critères de sélection. Un premier tri est fait sur base du critère sectoriel ensuite un critère géographique est appliqué.

Ensuite, les sociétés restantes sont analysées pour sélectionner celles qui correspondent le plus à la société cible. Il n'y a pas de règles définies quant au nombre d'entreprises comparables à retenir, cependant, l'auditeur essaye d'en avoir au moins 4. En effet, plus le nombre d'entreprises comparables est important, plus l'assurance quant à l'évaluation est élevée, mais il faut aussi parvenir à un juste équilibre, car il faut également se limiter aux entreprises qui ressemblent le plus à l'entreprise-cible. La taille de la société constitue également un critère de comparabilité.

Une fois obtenus, les comparables sont entrés dans un logiciel qui fournit toute une série d'informations relatives à ces entreprises, notamment la valeur de l'entreprise, l'EBITDA, l'EBIT, ...

Une médiane et une moyenne sont calculées sur base de ces informations et sont ensuite envoyées aux auditeurs qui se chargent de finaliser le test.

L'échantillon d'entreprises comparables actives dans le même secteur pour les multiples boursiers était composé de 28 entreprises comparables et pour les transactions, 13 entreprises ont été sélectionnées, mais les données pour seulement 7 d'entre elles étaient disponibles.

Les multiples sont calculés sur plusieurs sous-groupes de l'échantillon qui présentent des caractéristiques plus spécifiques afin de s'assurer que les différents multiples obtenus sur les entreprises qui constituent le sous-groupe restent constants et cohérents.

Ensuite, les multiples d'EBITDA, de revenu et d'EBIT sont calculés pour chaque entreprise et les moyennes et médianes de ces derniers sont calculés.

Enfin, le résultat final retenu est la médiane du multiple d'EBITDA.

## 7.6 Conclusion

Ce cas nous a permis d'illustrer la mise en œuvre des différentes méthodes et d'analyser comment les auditeurs en font usage de manière concrète lors de l'audit de fonds d'investissement.

Tout d'abord, l'auditeur commence par s'assurer de l'existence de l'actif et passe en revue les différentes exigences de la norme ISA 540, ensuite un modèle et les différentes hypothèses utilisés par le client sont analysés afin de s'assurer de leur cohérence et leur pertinence à l'égard de la société cible. Les données entrées dans le modèle font également l'objet d'un *backtesting* pour en vérifier le caractère plausible. Enfin, une autre méthode est également mise en œuvre pour corroborer les résultats obtenus.

L'audit est conduit selon les normes ISA. Elles constituent le cadre législatif obligatoire et l'audit doit en conséquence se conformer à l'ensemble de leurs exigences. Dans le cas présent, ce sont principalement les diligences prescrites par la norme ISA 540 relative aux estimations comptables qui s'appliquent. Une check-list doit être remplie pour s'assurer que chaque diligence a été prise en compte.

Nous pouvons constater à travers ce cas pratique que la pratique professionnelle s'aligne sur la littérature relative aux méthodes d'évaluation avec de légères adaptations telles que le « *mi-year convention* ».

La méthodologie suivie est conforme aux IPEV guidelines et intègre ainsi ses recommandations telles que le recours au *backtesting*.

Nous verrons dans le prochain chapitre que cette méthodologie est généralisée dans les autres cabinets.

# Limites et Recommandations

À l'issue de ce travail, il convient de revenir sur ses limites. La première limite est liée à l'aspect « artistique » autour des méthodes de valorisation. Il n'existe pas une valeur exacte à laquelle nous pouvons aboutir mais une série de valorisations possibles. Dès lors, il peut sembler légitime de se demander si une même société sera valorisée de la même manière par tous les fonds.

De plus, les normes suivies au Luxembourg - les IPEV guidelines - ne fixent pas un cadre très contraignant et laissent, de la sorte, une liberté d'interprétation assez large.

Chaque méthode présente ses limites propres, ses avantages et inconvénients, nous pouvons notamment citer le fait que la fiabilité des résultats de chaque méthode est fortement dépendante des hypothèses du modèle.

Notre étude s'arrête au Grand-duché du Luxembourg.

Je n'ai consulté qu'un seul programme d'audit et ce nombre est beaucoup trop faible que pour pouvoir affirmer avec certitude que les approches sont similaires. Il aurait été opportun de pouvoir accéder à plusieurs testings pour pouvoir les comparer et faire ressortir les différences éventuelles.

Je pense qu'il est primordial en premier lieu d'acquérir une bonne compréhension de l'entreprise avant de choisir une méthode d'évaluation. En effet, il ressort de la pratique professionnelle que le choix de la méthode de valorisation dépend principalement des caractéristiques intrinsèques de l'entreprise à évaluer. Alors il est important de bien comprendre ces différents aspects afin de choisir la méthode la plus appropriée et ensuite pouvoir évaluer la pertinence des hypothèses qui seront appliquées, mais également pour pouvoir identifier les points qui pourraient être à l'origine d'anomalies. Lors de cette compréhension il convient de s'interroger quant aux intérêts de la direction pour pouvoir évaluer si ceux-ci ne se traduisent pas en volonté de manipulation du résultat de l'évaluation.

Comme nous avons pu le constater, les normes ISA, plus particulièrement la norme 540 dans le cadre de la valorisation des entreprises, impose une série de diligences à respecter, nous pensons qu'il peut s'avérer opportun de disposer d'une check-list afin de s'assurer que l'audit a bien pris en compte l'ensemble des exigences, comme le font la plupart des cabinets interrogés.

Je pense que deux avis valent toujours mieux qu'un, c'est pourquoi j'estime que lorsque cela est possible, il peut être judicieux de recourir à plusieurs méthodes plutôt qu'une seule pour pouvoir corroborer les résultats de l'autre. En effet, il ressort de la littérature, mais également des interviews, que les résultats dépendent principalement des hypothèses sous-jacentes et ne sont pas fortement dépendants du modèle utilisé. Par exemple, si l'on décide de valoriser une même entreprise à l'aide de deux modèles différents, ils sont sensés arriver approximativement à la même valorisation, et si les résultats sont considérablement éloignés, les praticiens s'accordent à dire que la différence est dans ce cas induite par la disparité des hypothèses introduites dans le modèle.

En conséquence, si les résultats obtenus sont disparates et ce de manière significative, il convient alors d'examiner davantage les hypothèses jusque l'obtention de valeurs rationnelles.

S'assurer de la fiabilité de l'information disponible, par exemple obtenir des états financiers audités, confère un certain niveau d'assurance quant au caractère raisonnable des chiffres présentés dans ceux-ci.

Nous préconisons également, en amont, tout comme les IPEV guidelines, l'usage du *backtesting* et du calibrage afin de s'assurer de la plausibilité des données entrées dans les modèles ; les entretiens nous ont montré que ces procédés sont déjà ancrés dans la pratique professionnelle.

Une étude de la sensibilité peut aussi constituer un moyen de s'assurer du caractère raisonnable des résultats obtenus. Il s'agit de faire varier les différentes hypothèses du modèle pour pouvoir analyser dans quelle mesure celles-ci impactent la valeur estimée.

# Conclusion

L'évaluation d'entreprise est un exercice complexe en raison la multitude d'éléments à prendre en compte. Les méthodes de valorisation ont suscité l'intérêt d'un grand nombre d'auteurs, mais ce travail trouve sa particularité dans le fait qu'il aborde cette thématique du point de vue des auditeurs.

Nous avons commencé par définir ce qu'est un fonds d'investissements et les différentes formes qu'il peut prendre au Luxembourg. Ensuite, nous nous sommes intéressés à l'activité clé de ces entités, à savoir la valorisation des actifs de leurs portefeuilles et en conséquence aux méthodes de valorisation. Enfin nous avons analysé les exigences des normes ISA relatives à celle-ci. Et finalement, nous avons interrogé des auditeurs et des analystes travaillant pour eux afin de nous enquérir du type de procédés mis en œuvre par ces derniers pour s'assurer du caractère raisonnable de ces estimations et ainsi répondre aux exigences de la norme ISA 540.

Il ressort de l'analyse des interviews que la valorisation des actifs représente un enjeu crucial pour les fonds d'investissement et constitue le risque majeur lors de leur audit.

D'après les résultats des interviews et du cas pratique, les auditeurs utilisent les méthodes communément appliquées et acceptées par le marché. À l'issue de ce travail, force est de constater que parmi les méthodes traditionnelles les DCF et les multiples sont les plus répandues. Cependant la méthode patrimoniale n'est pas en reste, mais semble pertinente pour un nombre plus limité de cas, par exemple, pour des fonds, des sociétés holdings ou encore pour des société en liquidation.

À ces méthodes traditionnelles, vient s'ajouter un nouveau courant de valorisation pour répondre à la problématique des start-up qui ne génèrent pas encore suffisamment de revenus et qui sont caractérisées par la singularité de leur activité.

L'auditeur exerce un rôle d'intérêt public. En effet, son rôle est de certifier que l'information présentée dans les états financiers ne comporte pas d'anomalie significative susceptible d'affecter les décisions prises par les utilisateurs des états financiers. De surcroit, dans le cadre des fonds d'investissement, par définition, l'objectif d'un fonds est de mettre des moyens financiers en commun afin de les investir. Il est donc primordial dans ce contexte de pouvoir s'assurer que l'information présentée est représentative de la réalité. Notamment, la valeur d'inventaire nette, valeur à laquelle les parts du fonds sont valorisées, celle-ci doit représenter

l'image fidèle de la réalité afin d'éviter la création de bulles spéculatives et la manipulation des états financiers dans le but d'influencer les décisions prises notamment par les investisseurs.

Les estimations comptables représentent une importante source potentielle de fraude, or dans le cas des fonds d'investissement, la rubrique des états financiers la plus importante est générale les actifs détenus. Il peut s'agir d'actifs cotés sur des marchés actifs et ceux-ci sont donc valorisés à leur valeur de cotation. Seulement, il peut également s'agir d'actifs alternatifs et dès lors ceux-ci sont valorisés sur base d'éléments plus subjectifs qui laissent place à plus d'interprétations, ce qui fait augmenter la probabilité de la survenance d'anomalies significatives émanant aussi bien de fraudes que d'erreurs. En conséquence, je pense qu'il est primordial pour un auditeur travaillant dans l'industrie des fonds d'investissement alternatifs de maîtriser les méthodes d'évaluation et lorsque le besoin s'en fait ressentir de s'entourer de professionnels en la matière afin de s'assurer qu'il dispose des compétences nécessaires pour mener à bien sa mission.

Comprendre les modèles et les présuppositions qui les sous-tendent permet d'identifier quelles sont leurs limites, leurs avantages et inconvénients, ce qui permettra d'identifier les points qui requièrent une attention particulière et qui peuvent éventuellement être à l'origine d'anomalies significatives. Une bonne compréhension des modèles permet également de comprendre l'impact de chaque donnée sur ceux-ci. Ainsi, l'auditeur est capable d'évaluer dans quelle mesure la variation d'une donnée impacte le résultat du modèle et sera donc plus à même d'identifier un indicateur de la volonté de manipulation du résultat de la part du management. Cela permet de challenger le management davantage sur le choix du modèle et des hypothèses afin d'aboutir à une valorisation la plus proche possible de la juste valeur et de la sorte augmenter la valeur ajoutée de l'auditeur.

La valorisation des entreprises est également pertinente pour tout autre type d'entité détentrice d'actifs. En outre, les méthodes de valorisation ne servent pas seulement à la valorisation des entreprises, mais se prêtent à tous types d'actifs.

# Bibliographie

## Articles

- Astolfi, P., Chastenet, É., Marion, A., & Thauvron, A. (2014, Jun). Méthode des multiples : Contribution à l'évaluation des entreprises. *Revue Française De Gestion*, 83-101,164. Retrieved from <https://search-proquest-com.proxy.bib.ucl.ac.be:2443/docview/1564569925?accountid=12156>
- Auberger, M. (2011). Les difficultés de la valorisation des entreprises par les marchés financiers. *Revue d'économie financière*, 104(4), 209-216. <https://doi-org.proxy.bib.ucl.ac.be:2443/10.3917/ecofi.104.0209>
- Baresa, S., Sinisa B., & Zoran, I. (2013). Strategy of stock valuation by fundamental analysis. *Special issue, UTMS Journal of Economics*, 4 (1): 45–51. <https://www.econstor.eu/handle/10419/105304>
- Benquet, M. (2018). Pour une ethnocomptabilité de l'activité des fonds d'investissement. *HAL CCSD*. <https://doi.org/10.3917/soco.110.0089>
- Chastenet de Castaing, E. (2011). Propositions pour l'amélioration de la pertinence de la méthode des multiples en évaluation d'entreprise
- Dubocage, E. (2006). L'évaluation de la “start-up” par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme. *Vie & sciences de l'entreprise*, 4(4), 9-18. <https://doi.org/10.3917/vse.173.0009>
- Fernández, P. (2007) Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School*.
- Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2020). Squaring venture capital valuations with reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120-143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>
- Hege, U. (2001). L'évaluation et le financement des start-up Internet. *Revue économique*, 7(7), 291-312. <https://doi.org/10.3917/reco.527.0291>
- Keeley, R. H., Punjabi, S., & Turki, L. (1996). Valuation of early-stage ventures: Option valuation models vs. traditional approaches. *The Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5(2), 115.

- Miloud, T. & Cabrol, M. (2011). Les facteurs stratégiques influençant l'évaluation des start-ups par les capitaux-risqueurs. *Management & Avenir*, 9(9), 36-61.  
<https://doi.org/10.3917/mav.049.0036>

## Ouvrages

- Conso, P., & Hemici, F. (1996) *gestion financière de l'entreprise*, chapitre « *les méthodes d'évaluation* ». p 485-496. Dunod. Paris.
- Corhay, A., & Mbangala, M. (2010). *Fondement de la finance de gestion financière*, chapitre 8 « *Méthodes d'évaluation des entreprises* ». EditUlg. Belgique. p 133-147.
- Dereume, C. (2011). *L'évaluation financière des petites et moyennes entreprises : de la théorie financière à la pratique*, MBM, Bruxelles.
- Godron, L., Imbert, F., Hirigoyen, G., & Palard, J. (2013). *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyrolles.
- Legros, G. (2015). *L'évaluation des entreprises : Méthodes et études de cas*. Paris : Dunod.

## Sites interne

- Alfi. (2021). *SICAV, SICAF, FCP ... WHICH STRUCTURE TO CHOOSE?*  
<https://www.alfi.lu/en-gb/understandinginvesting/investing%20with%20funds/post/sicav%2C%20sicaf%2C%20fcp%20%E2%80%A6%20which%20structure%20to%20choose>
- Alfi. (2021). *UCITs*.  
<https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/UCITS>
- Alfi. (2021) *SICAR (INVESTMENT COMPANY IN RISK CAPITAL)*  
[https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/Alternative-investment-funds-legal-vehicles/SICAR-\(Investment-Company-in-Risk-Capital\)](https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/Alternative-investment-funds-legal-vehicles/SICAR-(Investment-Company-in-Risk-Capital))
- Alfi, (2020, septembre), *Guidelines on the valuation process for alternative investment fund managers* (AIFM).  
[ALFI-Guidelines-on-the-valuation-process-for-alternative-investment-fund-managers\[5774\].pdf](ALFI-Guidelines-on-the-valuation-process-for-alternative-investment-fund-managers[5774].pdf)
- Commission européenne. *Fonds d'investissement EU laws and initiatives relating to collective investment funds*.

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds\\_fr#relatedlinks](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_fr#relatedlinks) (consulté le 7 février 2021)

- CSSF. (2019). *Rapport d'activités 2019, La surveillance des PSF*. p 51-55.  
[https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/CSSF\\_RA\\_2019.pdf](https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/CSSF_RA_2019.pdf)
- CSSF. (2019). *L'etzfin, lets learn finance*. <https://www.letzfin.lu/investir/>
- Deloitte. (2017). *Cadre législatif et obligations essentielles pour les Professionnels du Secteur Financier (PSF)*. <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/psf/articles/psf-cadre-legislatif-obligations-essentielles.html>
- EY Luxembourg. (2020). *Investment Funds in Luxembourg : a technical guide - september 2020*. [https://www.ey.com/en\\_lu/wealth-asset-management/investment-funds-in-luxembourg](https://www.ey.com/en_lu/wealth-asset-management/investment-funds-in-luxembourg)
- EY (2020). *L'évaluation d'entreprise, art ou science ?*  
[https://www.ey.com/en\\_lu/private-equity/l-evaluation-d-entreprise--art-ou-science--](https://www.ey.com/en_lu/private-equity/l-evaluation-d-entreprise--art-ou-science--)
- IAASB (2020). *Norme ISA 540 (révisée) exigences*  
<https://www.ifac.org/system/files/publications/files/ISA-540-Requirements-FR.pdf>
- IRE. (*Méthodes d'évaluation*). <https://www.ibr-ire.be/fr/notre-profession/secteurs-d'intervention/pme/plateforme-evaluation-d-entreprises/m-thodes-d-valuation>
- KPMG (2019). *illustrative disclosures for investment funds, guide to annual financial statements IFRS standards*.  
<https://home.kpmg/xx/en/home/services/audit/international-financial-reporting-standards/ifrs-illustrative-financial-statements.html>
- PwC (2020), *Global Fund Distribution Poster - 2021 edition*. [Global Fund Distribution Poster - 2021 edition \(pwc.lu\)](#)

## E-learning

PwC (2020), *Private Equity and Venture Capital valuation (e-learning)*. [Private Equity and Venture Capital valuation \(e-learning\) \(pwc.lu\)](#)

## Législations

- CSSF. *CIRCULAIRE CSSF 02/81 : Règles pratiques concernant la mission des réviseurs d'entreprises d'organismes de placement collectif*.  
<https://www.cssf.lu/fr/document/circulaire-cssf-02-81/>

- CSSF. (2018), *Loi du 17 décembre 2010 (version coordonnée) concernant les organismes de placement collectif (Loi OPC)* <https://www.cssf.lu/fr/document/loi-du-17-decembre-2010/>
- Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés, - [Legilux \(public.lu\)](#)
- Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, [Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant - modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif, - modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée. - Legilux \(public.lu\)](#)
- Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR), [Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque \(SICAR\) et portant modification de - la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu - la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune - la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal - la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée - la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. - Legilux \(public.lu\)](#)
- FOCUSIFRS. (2018, octobre 29). *IFRS 13 Evaluation de la Juste Valeur* [FocusIFRS - IFRS 13 - Evaluation de la juste valeur / Textes des Normes et Interprétations / Normes et Interprétations / Menu Gauche / Focus IFRS](#)

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN  
Louvain School of Management

Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique | [www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)