

Pour une approche internalisée et proportionnée de la fonction d'évaluateur au sein des sociétés de gestion de capital investissement

La directive AIFM impose aux gestionnaires de mettre en place une des procédures appropriées et cohérentes afin que **l'évaluation appropriée et indépendante** des actifs du fonds d'investissement alternatifs puisse être effectuée.

Le 4. de l'article 19 de la directive AIFM prévoit que la fonction d'évaluation soit effectuée par :

a) un **expert externe en évaluation**, qui soit une personne physique ou morale indépendante du FIA, du gestionnaire et de toute autre personne ayant des liens étroits avec le FIA ou le gestionnaire; ou

b) **le gestionnaire lui-même, à condition que la tâche d'évaluation soit indépendante, sur le plan fonctionnel, de la gestion de portefeuille et de la politique de rémunération** et que d'autres mesures garantissent une atténuation des conflits d'intérêts et évitent les influences abusives sur les employés.

Ce texte est issu d'un compromis partiellement satisfaisant. Compte tenu des discussions en cours, il revient à l'AFIC de s'assurer que la lettre de la directive de niveau 1 soit transposée dans l'esprit qui l'a établie.

La valorisation des actifs est régie par trois principes issus de la directive :

- 1) La valorisation doit être appropriée et indépendante
- 2) Elle doit être effectuée par la société de gestion elle-même ou par un évaluateur externe ;
- 3) La société de gestion en est responsable qu'elle soit internalisée ou externalisée.

Il s'agit d'une disposition d'ordre général qui s'applique quelle que soit la classe d'actifs. Or, le capital investissement est une classe d'actifs à part entière. L'AFIC propose que soit appliquée une approche proportionnée compte tenu des éléments mentionnés ci-dessous.

1. Savoir faire du gestionnaire de fonds de capital investissement

Préalablement à l'acquisition d'une participation, le gestionnaire va effectuer un nombre de due diligence poussées, en commençant par une étude de marchés. Il acquiert dans le cadre de cette démarche une parfaite connaissance de l'entreprise, de son secteur et son marché concurrentiel. Pour réaliser une correcte évaluation de l'entreprise, il est fondamental d'avoir cette première approche.

Au sein de la société de gestion, l'évaluation est discutée et est régie par deux principes :

- celui de la collégialité ;
- celui du contradictoire.

La collégialité repose sur les échanges entre les membres de l'équipe de gestion et les dirigeants de la société de gestion ; l'évaluation n'étant pas décidée par une seule personne.

La contradiction est apportée dans le cadre de discussions au sein de la société de gestion mais également dans le cadre de discussion avec des acteurs tiers.

2. Intervention du commissaire aux comptes dans le processus de validation des états financiers des fonds d'investissement alternatifs

La directive AIFM ne fait pas référence à l'intervention du commissaire aux comptes du fonds.

Pour mémoire, les trois acteurs « historiques » depuis le début de la régulation des OPCVM en France et applicables aux fonds de capital investissement sont :

- la société de gestion,
- le dépositaire, et,
- le commissaire aux comptes.

Le recours actuel aux commissaires aux comptes démontre déjà en pratique que les évaluations sont effectuées sous le contrôle de tiers indépendants.

L'évaluation repose sur un processus de discussion entre l'évaluateur et le commissaire aux comptes. Ce dialogue évolue dans le temps sur la société cible. Il convient ici de faire la distinction entre le calcul de la VL et de l'évaluation des lignes sous-jacentes.

Cet acteur doit aussi répondre sur sa responsabilité professionnelle de l'attestation qu'il émet sur les états financiers des fonds. Cette responsabilité le conduit notamment à s'assurer de la robustesse de la méthode utilisée et de l'évaluation effectuée sur les entreprises détenues dans le portefeuille.

3. Existence de référentiel élaboré par les associations professionnelles, notamment l'IPEV sur les sujets de valorisation

Il existe un référentiel établi par l'IPEV qui pourrait être généralisé à toutes les gestionnaires de capital investissement.. Les guidelines précisent notamment qu'il n'y a pas de délégation à des tiers. Ce référentiel donne un cadre et une méthodologie précise. Au-delà de la méthode d'évaluation, les guidelines insistent sur le jugement éclairé du responsable de la participation et précisent qu'il ne peut pas y avoir délégation à des tiers.

Les guidelines de l'IPEV rappellent également les gestionnaires à leur responsabilité en limitant l'automatisation du calcul de la valeur..

En imposant la juste valeur au lieu de l'évaluation *at cost*, les guidelines de l'IPEV se rapprochent volontairement des règles d'évaluation des normes IFRS.

Par ailleurs, il convient de souligner ici que les commissaires aux comptes demandent que l'évaluation soit réalisée conformément au référentiel de place dans le respect des normes comptables nationales voire des normes IFRS

4. Exigence de transparence déjà existante

L'AFIC suggère qu'une information soit mentionnée dans les rapports annuels sur l'évaluation, y compris la discussion sur la méthode à l'instar de ce certains gestionnaires font déjà. D'ailleurs, en

fonction des investisseurs, la valorisation des participations peut être abordée par le comité consultatif des fonds. Il conviendrait ainsi de mettre en avant dans le cas où le règlement prévoit l'indépendance et le rôle du comité consultatif.

5. Blocage des rachats des fonds de capital investissement

La valorisation n'a pas le même enjeu que pour les autres classes d'actifs dans la mesure où les investisseurs ne pourront en général pas obtenir le rachat de leurs parts en cours de vie du fonds. Ce blocage vient relativiser l'impact de l'évaluation pour les investisseurs.

Les investisseurs seront remboursés de leurs parts par le fonds sur la base des prix de cession des participations qui par construction est la représentation du prix de marché.

6. Taille des sociétés de gestion de capital investissement

La notion d'évaluation appropriée devrait prendre en compte la taille des sociétés de gestion. L'essentiel des sociétés de gestion de capital investissement sont des sociétés de petite taille comprenant en moyenne 10 personnes.

Dans la pratique, c'est la direction générale de la société de gestion qui va valider les évaluations.