

2005RP-07

L'encadrement des sociétés de capital de risque : analyse et recommandations

Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret

Rapport de projet
Project report

Ce document a été produit dans le cadre d'un projet financé par le ministère des Finances
du Québec (MFQ) et le ministère du Développement économique et régional (MDER)

Montréal
Mars 2005

© 2005 Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise
avec citation du document source, incluant la notice ©.
Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source



CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.

Les organisations-partenaires / The Partner Organizations

PARTENAIRE MAJEUR

- . Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche [MDERR]

PARTENAIRES

- . Alcan inc.
- . Axa Canada
- . Banque du Canada
- . Banque Laurentienne du Canada
- . Banque Nationale du Canada
- . Banque Royale du Canada
- . Bell Canada
- . BMO Groupe Financier
- . Bombardier
- . Bourse de Montréal
- . Caisse de dépôt et placement du Québec
- . Fédération des caisses Desjardins du Québec
- . Gaz Métro
- . Groupe financier Norshield
- . Hydro-Québec
- . Industrie Canada
- . Ministère des Finances du Québec
- . Pratt & Whitney Canada Inc.
- . Raymond Chabot Grant Thornton
- . Ville de Montréal

- . École Polytechnique de Montréal
- . HEC Montréal
- . Université Concordia
- . Université de Montréal
- . Université du Québec
- . Université du Québec à Montréal
- . Université Laval
- . Université McGill
- . Université de Sherbrooke

ASSOCIE A :

- . Institut de Finance Mathématique de Montréal (IFM²)
- . Laboratoires universitaires Bell Canada
- . Réseau de calcul et de modélisation mathématique [RCM²]
- . Réseau de centres d'excellence MITACS (Les mathématiques des technologies de l'information et des systèmes complexes)

L'encadrement des sociétés de capital de risque : analyse et recommandations

Cécile Carpentier^{}, Jean-Marc Suret[†]*

Résumé / Abstract

Pour faciliter le financement des entreprises en croissance, les gouvernements mettent en place ou financent indirectement des sociétés de capital de risque. Celles-ci interviennent dans un contexte d'asymétrie informationnelle où les coûts d'agence sont potentiellement très élevés. L'encadrement strict de ces sociétés est donc une condition essentielle à leur performance. Nous analysons le cadre de reddition de comptes mis en place pour les *Small Business Investment Companies* (SBICs) par la *Small Business Administration* américaine, puis les normes d'évaluation des placements préconisés par les associations et organismes de capital de risque dans plusieurs pays. Les SBICs sont soumises à un cadre uniforme strict de reddition de comptes et d'évaluation, qui explique probablement en partie leur bonne performance dans les années récentes. Nous montrons également les efforts déployés par divers organismes pour développer un cadre d'évaluation des placements de capital de risque. Les méthodes les plus rigoureuses demanderaient l'archivage des conditions initiales du placement, ce qui contribuerait à un contrôle plus efficace du processus de sélection des investissements. Les initiatives québécoises gagneraient très certainement à disposer d'un cadre de reddition de comptes et d'évaluation plus strict que celui qui semble actuellement prévaloir.

Mots clés : politique publique, capital de risque, gouvernance, normes comptables, normes d'évaluation

To ease the financing of growing SMEs, governments found or indirectly fund venture capital companies. These companies act in a context of extreme information asymmetry and potentially exorbitant agency costs. The rigorous governance of these companies is thus pivotal to their performance. We analyze the financial reporting guidelines put in place for American SBICs by the Small Business Administration, along with the valuation guidelines issued by venture capital associations and institutions in several countries. SBICs are subject to rigorous uniform financial reporting and valuation standards, which likely partly explains their performance in recent years. We also describe the efforts of diverse institutions to develop venture capital valuation guidelines. The most rigorous methods entail filing the initial terms of the financial deal, which could allow more efficient control of the selection process of investments. The Quebec government would benefit from implementing more rigorous reporting and valuation guidelines.

Keywords: public policy, venture capital, governance, reporting guidelines, valuation guidelines

^{*} Professeure agrégée, École de comptabilité de l'Université Laval et chercheure [CIRANO](#).
Courriel : cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca

[†] Directeur de l'École de comptabilité de l'Université Laval et Fellow [CIRANO](#).
Courriel : Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca

INTRODUCTION.....	5
1. LES NORMES DE REDDITION DE COMPTES.....	6
1.1 RÈGLES GÉNÉRALES D'ENCADREMENT DES SBICS	6
1.2 RÈGLES RELATIVES À LA COMPTABILISATION DES PLACEMENTS DES SBICS.....	9
1.3 RÈGLES D'ENREGISTREMENT DES PLACEMENTS AU CANADA.....	10
2. LES NORMES D'ÉVALUATION DES PLACEMENTS	11
2.1 LES RECOMMANDATIONS DES INSTANCES COMPTABLES CANADIENNES	12
2.2 LES NORMES D'ÉVALUATION DES PLACEMENTS PROPRES AUX SBICS.....	12
2.3 LES NORMES RECOMMANDÉES PAR LES ASSOCIATIONS DE CAPITAL DE RISQUE.....	15
2.3.2.1 Évaluation des placements dans des sociétés fermées en démarrage.....	16
2.3.2.2 Évaluation des placements dans des sociétés fermées matures.....	17
2.3.2.3 Évaluation des placements cotés sur un marché réglementé.....	18
3. LES RECOMMANDATIONS	19
3.1 UN CADRE UNIFORME DE REDDITION DE COMPTE	19
3.2 L'ARCHIVAGE DES CONDITIONS INITIALES DU PLACEMENT	19
3.3 LA VALORISATION DES SOCIÉTÉS FERMÉES	20

INTRODUCTION

Les gouvernements interviennent sous diverses formes pour aider au financement des entreprises en croissance. Les fonds d'investissement qui sont mis en place ont des structures différentes et rendent généralement des comptes en utilisant les principes comptables. Au Québec, il ne semble exister aucun cadre général de fonctionnement de ces organismes. Il n'existe pas non plus de normes précises de reddition de comptes. Il s'agit, à notre avis, d'une lacune grave. En effet, ces fonds interviennent dans un domaine où l'asymétrie informationnelle est extrême. La conjonction d'une asymétrie informationnelle maximale et de l'absence de mécanisme de contrôle crée une situation où les coûts d'agence deviennent potentiellement très élevés. Selon les analyses conceptuelles de ces situations, les coûts d'agence élevés devraient se traduire par de faibles performances et la poursuite d'objectifs autres que ceux poursuivis par les bailleurs de fonds. Les résultats des sociétés de capital de risque financées ou aidées par le Gouvernement du Québec semblent conforter cette analyse. L'imposition d'un cadre formel s'impose donc.

Ce cadre devrait inclure l'évaluation. L'évaluation d'entreprises est un exercice fortement empreint de subjectivité. Ceci est particulièrement vrai dans le cas des sociétés en démarrage, qui constituent l'essentiel des placements des sociétés de capital de risque. Placés devant la même entreprise, des évaluateurs fourniront des valeurs très différentes, si la détermination du prix n'est pas strictement encadrée. Nous ne prétendons pas que l'imposition de normes conduira toujours à de meilleures estimations de la valeur. Toutefois, elles permettront des estimations cohérentes des justes valeurs, comparables entre les sociétés de placement et dans le temps. Cette juste valeur sert cependant le plus souvent de base de comptabilisation des placements. Ces normes d'évaluation sont prévues sommairement par les principes comptables. Elles font également l'objet de recommandations de la part des associations intéressées à l'évaluation des placements de capital de risque. Enfin, la *Small Business Administration* (SBA), confrontée depuis des décennies à ces problèmes dans le cas des *Small Business Investment Companies* (SBICs), a élaboré des normes et principes qui méritent une analyse.

Dans un premier temps, il nous a semblé nécessaire de faire le point sur la dimension comptable des sociétés et organismes chargés de financer les entreprises. Les pertes importantes subies récemment par plusieurs institutions, et le fait que ces pertes se produisent dans des institutions qui gèrent des fonds de retraite, impliquent que les décideurs publics doivent avoir une idée très précise des limites de l'information fournie par les institutions mandatées pour effectuer des opérations de financement, et donc des risques qui peuvent être encourus. La première partie de l'étude porte sur les règles générales d'encadrement des SBICs et sur leurs normes de reddition de comptes. Elle présente également la situation canadienne en matière d'enregistrement des placements des sociétés de capital de risque.

La seconde partie porte sur la détermination de la juste valeur. Nous abordons en premier lieu les principales dispositions des normes comptables canadiennes en la matière. Nous présentons ensuite les principales normes applicables aux SBICs. Celles-ci sont fermement encadrées en matière d'évaluation de la valeur des placements pour lesquels il n'existe pas de marché. Nous synthétisons, en dernier lieu, les recommandations émises par plusieurs sociétés de capital de risque de différents pays. Nos recommandations en matière d'encadrement des sociétés de capital de risque utilisant des fonds publics sont présentées en troisième partie.

1. LES NORMES DE REDDITION DE COMPTES

Nous examinons successivement les règles générales d'encadrement des SBICs, les règles propres à la comptabilisation des placements des SBICs, puis les normes applicables au Canada.

1.1 RÈGLES GÉNÉRALES D'ENCADREMENT DES SBICs

La reddition de comptes existe à deux niveaux au sein des SBICs : entre les SBICs et la SBA d'une part, et entre les sociétés financées et les SBICs d'autre part. La régie interne des SBICs par la SBA est très forte. La SBA définit des lignes directrices pour l'établissement et la révision des états financiers spécifiques aux SBICs¹, dont nous présentons ci-après les principaux éléments. Ces lignes directrices ne sont pas exhaustives. Elles complètent les principes comptables et les normes de vérification généralement acceptés.

Les SBICs doivent maintenir leurs livres comptables, leurs documents juridiques et la documentation adéquate des comptes, ainsi que des investissements, dans le lieu de leur principale activité (CFR 107.600). Les livres comptables doivent être tenus en anglais, et selon la charte des comptes SBA². Celle-ci est adaptée à l'activité d'investissement en capital de risque³ et permet d'uniformiser les politiques comptables et la présentation des états financiers des SBICs⁴.

La SBIC doit déposer au plus tard dans les trois mois de la clôture de son année fiscale des états financiers annuels vérifiés (formulaire 468). La responsabilité des états financiers relève de la direction de la SBIC. Les SBICs doivent utiliser le logiciel fourni par la SBA pour préparer le formulaire 468, et transmettre un fichier de données par disquette ou par mail. Doivent également être joints, en deux exemplaires : les états financiers, les notes aux états financiers, les annexes, la certification signée par les dirigeants (dernière page du formulaire 468) et le rapport du vérificateur.

Le vérificateur doit être un expert-comptable indépendant⁵ de la SBIC, détenant un permis de pratique, dont l'assurance professionnelle s'élève au moins à 1 millions de \$ (CFR 107.630). Dans les 30 jours de sa première entrée en fonction, le vérificateur doit envoyer à la SBA un formulaire (CO 112), dans lequel il atteste avoir la qualification requise et être indépendant. La nomination est effective si la SBA ne s'y est pas opposée dans les 90 jours suivant sa réception. La vérification des états financiers de la SBIC doit être réalisée conformément aux normes de vérification généralement reconnues de l'AICPA⁶. Le rapport du vérificateur doit faire référence explicitement au contenu du formulaire 468, et inclure un paragraphe spécifique concernant les

¹ Ces normes sont regroupées au sein de l'annexe 14 et sont disponibles à <http://www.sba.gov/INV/standards.pdf>

² Celle-ci est disponible à <http://www.sba.gov/INV/chartof.pdf>

³ On y trouve, par exemple, un compte 172 « Depreciation of Loans », permettant d'enregistrer les pertes probables relatives aux prêts consentis aux petites entreprises ainsi qu'un compte (300) « Notes payable to SBA ».

⁴ Si le système comptable ne permet pas d'utiliser les numéros ou les intitulés de comptes de la charte SBA, la SBIC doit établir un état de correspondance entre sa propre charte de compte et la charte SBA.

⁵ Le vérificateur doit respecter le code de déontologie de l'AICPA. L'indépendance est appréciée par la SBA, qui liste certains cas particuliers de dépendance (annexe 14, p.125).

⁶ En particulier de la section « *Audit of Investment Companies* »

annexes et les notes. Le vérificateur doit préciser dans son rapport que l'évaluation des placements a été établie en conformité avec la procédure d'évaluation des placements applicable à la SBIC. Un exemple de rapport du vérificateur est proposé par la SBA⁷. Le contrat d'engagement du vérificateur doit prévoir que les documents de travail du vérificateur puissent être rendus disponibles pour la SBA sur requête. En effet, à sa discrétion, la SBA peut déclencher son propre examen de la comptabilité de la SBIC (CFR 107.691).

Si le vérificateur détecte une irrégularité ou un acte illégal significatif dans les états financier ou par rapport au programme, il doit envoyer un rapport écrit à la direction. Celle-ci doit notifier la SBA le jour ouvrable suivant et mettre en copie le vérificateur. Si celui-ci ne reçoit rien du dirigeant, il doit lui-même adresser une copie de son rapport à la SBA. La même procédure s'applique en cas de lacune du contrôle interne. Le vérificateur doit pouvoir détecter les infractions aux lois régissant les SBICs⁸.

Les SBICs utilisant du levier SBA doivent en outre déposer des rapports trimestriels d'activité au moyen d'un formulaire 468 simplifié, dans le mois suivant la période intérimaire (CFR 107.1220). Elles doivent transmettre à la SBA une copie de tous les rapports envoyés aux investisseurs, à la SEC, et des actions en justice intentée contre ou à l'initiative des dirigeants, du résultat des décisions de justice et tout autre rapport que la SBA pourrait exiger (CFR 107.660).

Les SBICs font l'objet d'un suivi continu. Dans les 30 jours de la clôture d'un financement à une petite entreprise, la SBIC doit transmettre électroniquement à la SBA le formulaire 1031 « Portfolio Financing Report ». Ce rapport doit être préparé en utilisant un logiciel fourni par la SBA. Il contient des informations relatives aux principales caractéristiques de l'investissement : le montant et les conditions du financement, les caractéristiques financières de l'entreprise, l'usage prévu du financement et des données permettant d'estimer son impact économique. Il est surtout utilisé par la SBA à des fins d'évaluation du programme.

Les SBICs doivent envoyer l'information relative à leurs investissements dans les 30 jours de la clôture des financements. Elles doivent également conserver l'information relative aux entreprises financées, notamment les états financiers initiaux, ainsi que le plan d'affaires, l'utilisation des fonds envisagée, les projections financières. Les SBICs doivent également obtenir au moins annuellement l'information financière suffisante pour évaluer la condition financière de l'entreprise, la pertinence du maintien de l'investissement dans le portefeuille et l'utilisation des fonds accordés (CFR 107.620). Les sociétés financées n'ont pas l'obligation de remettre des rapports annuels vérifiés. Cependant, l'information soumise à une SBIC par une entreprise financée doit être certifiée par son président, chef de l'exploitation, trésorier, directeur financier ou partenaire général (CFR 107.630). Une copie des états financiers fournis à l'administration fiscale peut être acceptée par la SBIC aux fins d'évaluation du placement. Dans le cas où la SBIC acquiert des actions lors d'un premier appel public à l'épargne, la SBIC doit conserver tous les documents publics fournis par l'entreprise. La SBIC ou le représentant de la SBA peut obtenir l'accès aux livres de l'entreprise financée.

⁷ Annexe 14, p.126.

⁸ Les vérificateurs doivent avoir une connaissance suffisante du *Small Business Investment Act* of 1958 (Titre 3) et du 13 CFR 107 and 121.

Lorsque la SBIC maintient un solde compensateur en vertu d'un emprunt qu'elle a contracté, elle doit divulguer dans les notes aux états financiers les termes et conditions du contrat. Les frais de constitution (et les pertes antérieures à l'obtention de la licence) de la SBIC sont passés en dépenses lorsqu'ils sont encourus⁹. Les SBIC doivent divulguer les passifs éventuels. Les SBICs qui ont garanti les dettes de petites entreprises doivent également remplir un tableau intitulé *Schedule of Guarantee* inclus dans le formulaire 468. Les SBICs doivent divulguer toute transaction significative avec une personne apparentée (au sens défini dans le CFR 107.50), ainsi que le nom et la nature de la relation. Certaines transactions impliquant les associés sont soit interdites, soit permises avec autorisation écrite de la SBA (CFR 107.730).

Les débiteures garanties par la SBA (de 5 à 10 ans) doivent être enregistrées dans la section dette à long terme du bilan à leur valeur nominale. Les commissions payées à la SBA lors de l'émission de la dette doivent être capitalisées et amorties sur la durée de vie des débiteures. Le montant des commissions nettes doit apparaître à l'actif du bilan¹⁰.

La SBA peut également garantir des titres de participation ayant la forme d'actions privilégiées qui doivent être remboursées dans les 10 ans. Les SBICs doivent alors effectuer des investissements en capital actions d'un montant au moins équivalent au montant levé au moyen des titres de participation émis. Les titres de participation doivent être enregistrés dans le compte « Redeemable securities ». En contrepartie de ces titres de participation, la SBA reçoit une participation aux profits de la SBICs, qui est enregistrée comme une distribution de dividendes (et non comme une dépense), lorsque la SBIC réalise des profits. Pour calculer la portion des bénéfices qui revient à la SBA, les SBICs doivent utiliser un logiciel fourni par la SBA. Les commissions dues lors de l'émission des titres de participation sont capitalisées et amorties linéairement sur une période d'au moins 5 ans. Une note aux états financiers doit préciser la méthode de présentation retenue pour le bilan (soit à l'actif soit en déduction du compte de capitaux propres). Les SBICs doivent également, dans les notes, décrire les conditions liées aux titres de participation, en particulier la date de remboursement, et le montant des participations non versées mais accumulées **pour la période et au total**. Les comptes regroupant les titres acquis ou garantis par la SBA (incluant les titres de participation) doivent apparaître au bilan sous la rubrique « levier SBA ». Les capitaux propres d'une SBIC incluent les apports des autres actionnaires, et les bénéfices non répartis. La SBA exige qu'apparaissent séparément, dans les bénéfices non répartis les *non-cash Gains/Income*¹¹ et les *Undistributed Net Realized Earnings*¹².

Il est permis à une SBIC de capitaliser des bénéfices disponibles pour distribution, en reclassant ceux-ci de façon permanente dans le compte de capital-actions. Cette opération, qui équivaut à une distribution de bénéfices puis à un réinvestissement dans la SBIC, est permise uniquement si

⁹ Si ces coûts apparaissent déraisonnables à la SBA, ils doivent être exclus du *Regulatory Capital*.

¹⁰ Les normes comptables préconisent de faire apparaître ces commissions nettes, en contrepartie du compte d'emprunt correspondant, au passif du bilan.

¹¹ Cette rubrique regroupe notamment les gains réalisés sur la disposition de titres faite sous une forme non monétaire, sur les placements comptabilisés à la valeur de consolidation, les dividendes en nature, les revenus d'intérêts gagnés mais non encore versés. La classification sous cette rubrique est le plus souvent provisoire.

¹² Il s'agit de la portion des bénéfices non répartis qui n'est pas incluse dans les *non-cash Gains/Income*. Les SBICs organisées sous forme de *limited partnership* doivent diviser la rubrique capital en 3 éléments : *Partners' Permanent Capital Contribution*, *Unrealized Gain/Loss on securities held* et *Undistributed net realized earning and non-cash Gains/Income*.

la SBIC a payé à la SBA tous les montants dus. Elle permet à la SBIC d'augmenter sa capacité à obtenir du levier de la SBA.

1.2 RÈGLES RELATIVES À LA COMPTABILISATION DES PLACEMENTS DES SBICs

Chaque prêt ou placement doit être enregistré à sa juste valeur dans un compte intitulé « Prêts et investissements » (*Loans and Investments*). Les règles de détermination de la valeur du placement applicables aux SBICs sont discutées en détail dans la seconde partie. Seules sont présentées ici les règles de comptabilisation.

Les SBICs doivent maintenir des comptes de grand livre séparés détaillant le coût historique de chaque investissement, et tous les ajustements subséquents. Ceux-ci représentent la différence entre la valeur du placement en fin d'exercice et la valeur aux livres. La contrepartie de ces ajustements est un compte de capitaux propres¹³, les ajustements subséquents n'apparaissent donc pas à l'état des résultats. La somme du coût historique et des ajustements subséquents correspond à la juste valeur. Un gain non réalisé ne peut cependant être enregistré que dans le cas d'un placement en capital-actions ou d'une dette incluant des options ou des warrants. La SBA ne permet pas de reconnaître un gain non réalisé sur un prêt (annexe 14, p.130).

Les dividendes, en argent ou en nature, reçus des sociétés dans lesquelles les SBICs détiennent une participation sont enregistrés en revenus à l'état des résultats¹⁴. Les dividendes non encore reçus sont enregistrés lorsqu'ils sont déclarés par le conseil d'administration de la société. De la même façon, la participation aux bénéfices d'une entreprise financée par dettes, et les commissions non remboursables chargées lors de l'établissement du prêt, sont enregistrés en revenus à l'état des résultats. Les intérêts à recevoir doivent être scindés entre les actifs courants (à recevoir au cours de la prochaine année) et les actifs à long terme. Ils font l'objet le cas échéant d'une provision pour créance irrécouvrable, ajustée à chaque fin d'exercice. La contrepartie de cet ajustement passe à l'état des résultats. Une créance définitivement irrécouvrable diminue le montant de la créance au bilan, en contrepartie du compte de provision. Les comptes de notes et comptes à recevoir (*notes and accounts receivable*) comprennent les créances à recevoir relatives à des honoraires de gestion, d'évaluation ou les commissions à recevoir. Ces comptes ne permettent pas d'enregistrer par exemple une créance relative à un prêt à une petite entreprise, qui doit être enregistrée dans le compte de prêts et participations.

Lorsque la SBIC vend sa participation au capital d'une entreprise, elle enregistre un gain ou une perte. Pour enregistrer un gain, elle doit être raisonnablement certaine d'encaisser le produit de la vente et le processus de vente doit être terminé, c'est-à-dire que la SBIC n'a plus aucune obligation relative à la participation. Les pertes doivent être enregistrées lors de la disposition du placement, mais également à l'occasion d'une perte de valeur permanente du placement. Cette perte de valeur existe lorsque l'entreprise fait faillite ou lorsque les bénéfices économiques futurs

¹³ Cette contrepartie est incluse dans le *comprehensive income*. Les impôts reliés à ces variations de valeur sont également rapportés dans le *comprehensive income*. La SBA justifie ce traitement comptable par le caractère hautement subjectif de la valorisation des placements des SBICs et parce que ce traitement facilite certains calculs requis par la réglementation.

¹⁴ Les rachats d'actions ou les remboursements de capital par contre viennent diminuer la valeur du placement.

de l'entreprise ont été réduits de façon permanente. Lorsque le gain ou la perte sont réalisés pour une participation, tous les ajustements subséquents apportés au coût historique doivent être contre-passés. Les gains pour lesquels la SBIC ne reçoit pas d'espèces sont enregistrés dans un compte distinct.

Une seule exception est permise à la règle de la comptabilisation à la juste valeur : lorsque la SBIC détient une participation de plus de 20 % dans une autre SBIC (section 301, d), le placement ne peut être enregistré qu'à la valeur de consolidation. Ce mode de comptabilisation consiste à enregistrer le placement au coût historique, puis à ajouter à chaque fin d'exercice la part du bénéfice net ou des pertes correspondant à cette participation. Toute distribution dans ce cas réduit le montant du placement aux états financiers. Cette méthode est typiquement utilisée lorsqu'une entreprise exerce une influence notable sur une autre (détient plus de 20 % des droits de vote, mais ne contrôle pas ses décisions stratégiques). Par contre, même lorsque la SBIC détient une participation de plus de 20 % dans une petite entreprise, ou encore des actions accréditatives, il lui est interdit d'utiliser la valeur de consolidation. La seule méthode de comptabilisation permise pour ces placements est la juste valeur.

1.3 RÈGLES D'ENREGISTREMENT DES PLACEMENTS AU CANADA

De façon générale, l'ICCA recommande aux entreprises d'enregistrer un placement en fonction du contrôle exercé sur la société émettrice¹⁵. Si une entreprise n'exerce aucun contrôle ni influence sur la société émettrice des titres acquis, le placement doit être enregistré au coût d'acquisition. Lorsque l'entreprise acquéreuse détient plus de 50 % des droits de vote, on considère qu'elle exerce un contrôle durable. L'entreprise (la société mère) détient alors une participation majoritaire dans une filiale. Dans ce cas, les états financiers de la filiale sont consolidés avec les états financiers de la société mère¹⁶. Enfin, lorsque l'entreprise détient une participation représentant 20 % à 50 % des droits de vote, on considère qu'elle exerce une influence notable sur l'entreprise acquise. Dans ce cas, le placement est comptabilisé à la valeur de consolidation.

L'ICCA prévoit une exception à la règle de la comptabilisation au coût d'acquisition d'un placement pour lequel l'entreprise n'exerce aucun contrôle (paragraphe 3050.18). Cette exception concerne les entreprises dont les portefeuilles de titres sont enregistrés à la valeur marchande, conformément à ce qui se fait dans leur secteur. Skinner (2003)¹⁷ mentionne que les critères permettant de distinguer quelles entreprises peuvent se prévaloir de cette exception ne sont pas clairement définis.

La pratique courante des sociétés de capital de risque consiste à comptabiliser à la juste valeur tous les investissements, incluant ceux pour lesquels elles détiennent le contrôle ou exercent une influence notable. Pour justifier cette dérogation aux normes de comptabilisation à la valeur de consolidation (influence notable) ou aux normes de consolidation (contrôle), les sociétés de

¹⁵ Le contrôle est « le pouvoir de définir, de manière durable et sans le recours de tiers, les politiques stratégiques d'une entreprise en matière d'exploitation, d'investissement et de financement » (paragraphe 1590.03).

¹⁶ À l'exception de celles pour lesquelles le contrôle est considéré comme temporaire à la date de l'acquisition.

¹⁷ Skinner, R. et Milburn, A., 2003, Les normes comptables, analyse et concepts, adaptation française de *Accounting Standards in Evolution*, 2nd édition, p. 448-460, 2001.

capital de risque invoquent leur vocation à investir dans des entreprises en croissance uniquement pour réaliser un rendement à moyen terme lors de la revente des titres¹⁸. Le paragraphe 1590.12 précisait en effet « une entreprise que l'on acquiert dans l'intention manifeste de la céder dans un avenir prévisible est un placement temporaire ». Cette position est cependant devenue contestable lorsque le paragraphe 1590.12 a été retiré suite à la mise en application, en mai 2003 du chapitre 3475 « Sorties d'actifs à long terme et abandon d'activités ». Les sociétés de placement se sont alors prévaluées de la pratique sectorielle. Mais la mise en application du chapitre 1100 « Principes comptables généralement reconnus » à compter des exercices ouverts à partir du 1^{er} octobre 2003 ne leur a plus permis d'invoquer cette raison¹⁹.

Pour clarifier la situation, Le Conseil des Normes Comptables (CNC) a approuvé en octobre 2003 le projet de réforme de la comptabilisation des investissements des sociétés de placements²⁰. Selon la NOC 18 (paragraphe 5), entrée en application en juillet 2004, « Une société de placement doit évaluer tous ses placements à la juste valeur et les présenter à la juste valeur dans ses états financiers.. ». La contrepartie de la variation de la juste valeur d'un placement est incluse dans le résultat net de la société de placement²¹. La vocation des sociétés de placements étant d'acheter, de détenir puis de vendre des titres, la juste valeur est l'information la plus pertinente pour l'utilisateur des états financiers (NOC 18, paragraphe 2). Les sociétés de placements doivent préciser dans les notes aux états financiers que tous les placements sont évalués et comptabilisés à la juste valeur, y compris ceux pour lesquels elles exercent une influence notable ou un contrôle effectif. Elles doivent également mentionner la méthode adoptée pour déterminer la juste valeur ainsi que toutes les hypothèses significatives retenues à cette fin (NOC 18, paragraphe 11).

La NOC-18 clarifie la situation. Les sociétés de capital de risque ne peuvent plus se prévaloir des règles générales de comptabilisation pour l'enregistrement de leurs placements. La seule méthode de comptabilisation possible depuis juillet 2004 est la juste valeur. Mais comment obtenir la juste valeur d'un placement? C'est l'objet de la partie 2.

2. LES NORMES D'ÉVALUATION DES PLACEMENTS

Les normes comptables imposent aux sociétés de capital de risque de comptabiliser leur participation à la juste valeur. On peut se demander comment déterminer cette juste valeur. Nous examinons successivement la position des organismes de normalisation comptable canadiens sur ce point, avant d'analyser la position des États-Unis (SBICs), puis les recommandations récemment émises par plusieurs associations de capital de risque.

¹⁸ voir <http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/DocID/5CF8558AA485B8F685256E2E005A9582>

¹⁹ Manuel de l'ICCA, Section historique et fondement des conclusions – Société de placement NOC 18.

²⁰ Notons que pour profiter de ce mode de comptabilisation, une société de placement ouverte ou fermée doit respecter les conditions définies dans le règlement 81-106 des ACVM. La principale activité économique de la société doit également consister à investir (acheter, détenir et vendre des placements pour réaliser des produits financiers et/ou une plus value sur le capital). La participation active dans les affaires de l'entité émettrice est incompatible avec les activités d'une société de placement, sauf si cette intervention active est temporaire et a pour but de protéger la valeur du placement (Manuel de l'ICCA, Section historique et fondement des conclusions – Société de placement NOC 18).

²¹ voir <http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/DocID/5CF8558AA485B8F685256E2E005A9582>

2.1 LES RECOMMANDATIONS DES INSTANCES COMPTABLES CANADIENNES

La NOC-18 définit ainsi la juste valeur : il s'agit du « montant de la contrepartie dont conviendraient des parties compétentes agissant en toute liberté dans des conditions de pleine concurrence. » (NOC 18 paragraphe 7). La NOC 18 renvoie au chapitre 3860 Instruments financiers – information à fournir et présentation du manuel de l'ICCA.

Le chapitre 3860 précise qu'il existe plusieurs méthodes de détermination de la juste valeur d'un actif financier (paragraphe 80). La juste valeur repose sur l'hypothèse de continuité de l'exploitation de l'entité. Lorsque l'instrument financier est négocié sur un marché actif et liquide, la juste valeur peut être estimée à partir du cours du marché (le dernier cours acheteur, ajusté pour les coûts d'opération qu'il faudrait engager). S'il n'existe pas de cours acheteur courant, la juste valeur actuelle peut reposer sur le prix auquel l'opération la plus récente a été conclue (paragraphe 82). Si le marché est peu actif ou n'est pas solidement établi, le cours de marché peut ne pas être indicatif de la juste valeur de l'instrument. Il peut aussi ne pas exister de marché coté. Dans ces deux cas, il est possible notamment d'utiliser comme référence la valeur courante du marché d'un autre instrument essentiellement identique, de recourir à la valeur actualisée des flux de trésorerie²². Si une méthode de flux est employée, l'entreprise doit utiliser un taux d'actualisation égal au taux d'intérêt pratiqué sur le marché pour des instruments financiers qui présentent essentiellement les mêmes conditions et caractéristiques (paragraphe 83). Dans le cas d'un instrument non négocié sur un marché de capitaux organisé, une fourchette de valeur est plus appropriée qu'un prix unique.

Les sociétés de capital de risque conservent donc actuellement une grande latitude pour déterminer librement la juste valeur de leurs placements. Examinons maintenant les normes applicables aux SBICs.

2.2 LES NORMES D'ÉVALUATION DES PLACEMENTS PROPRES AUX SBICs

De façon générale, la juste valeur correspond au prix du marché, compte tenu d'un escompte pour manque de liquidité. En l'absence d'un prix de marché, la juste valeur est estimée par la direction de la SBIC, en fonction de la politique de placement approuvée par la SBA (annexe 14, p.130). La direction de la SBIC est responsable de l'évaluation des placements pour lesquels aucun prix n'est disponible sur un marché organisé. La détermination de la valeur dépend des circonstances, et aucune formule exacte ne peut être universellement appliquée. L'évaluation doit reposer sur tous les faits pertinents, la nature de l'activité, le stade de développement de l'entreprise, et reposer sur le bon sens et le jugement professionnel.

Une SBIC doit adopter une politique d'évaluation des placements écrite et approuvée par la SBA. La SBA propose un modèle, qui peut être utilisé intégralement ou modifié. Dans ce cas, les modifications doivent alors être approuvées par la SBA (CFR 107.503)²³. Ce modèle repose sur

²² Le paragraphe précise qu'il est possible d'utiliser un modèle d'évaluation du prix des options.

²³ Le modèle d'évaluation des placements proposé est disponible sur le site Web de la SBA : <http://www.sba.gov/INV/valuation.pdf>

une approche prudente, conservatrice et réaliste. Il serait plus exigeant que les normes internes de l'industrie de capital-risque²⁴.

Le Conseil d'Administration de la SBIC ou ses partenaires généraux doivent s'engager à respecter cette politique. Ils doivent utiliser des méthodes d'évaluation raisonnables, prudentes et les appliquer de façon permanente. Les placements doivent être évalués individuellement et collectivement tous les semestres si la SBIC est endettée, et annuellement dans le cas contraire. La SBA peut exiger une évaluation plus fréquente (CFR 107.650). La SBA peut obliger la SBIC à engager un évaluateur externe indépendant pour vérifier les résultats de l'évaluation si celle-ci lui semble douteuse. Une SBIC doit documenter adéquatement les résultats et la méthodologie d'évaluation de ses investissements. Le vérificateur révise les procédures d'évaluation et la mise en œuvre de ces procédures, incluant la pertinence de la documentation (CFR 107.503). Le vérificateur n'agit pas en tant qu'évaluateur. Le vérificateur externe doit certifier une fois par année, dans les états financiers, que l'évaluation des placements a été établie en conformité avec la procédure d'évaluation des placements de la SBIC. L'annexe 14 (p. 127) précise que le vérificateur doit s'interroger sur les points suivants :

- La SBIC a-t-elle une politique d'évaluation de ses placements écrite et approuvée par la SBA?
- Cette politique d'évaluation est-elle appliquée de façon permanente?
- Les évaluations sont-elles documentées et est-ce qu'une analyse raisonnable de l'information disponible a été entreprise ?

Le vérificateur doit se faire une opinion à partir d'un nombre de placement représentant au moins 50 % de la valeur du portefeuille. Son opinion peut être sans exception, avec exception ou même négative, selon les circonstances.

Les évaluations annuelles doivent être transmises à la SBA dans les trois mois de la clôture de l'exercice; les évaluations intérimaires dans les 30 jours. Pour pouvoir réaliser ces évaluations, les SBICs devraient obtenir des états financiers mensuels des sociétés dans lesquelles ils investissent. Chaque SBIC doit conserver dans ses dossiers un rapport d'évaluation comportant, pour chaque date d'évaluation : l'évaluation initiale (le coût), la valeur actuelle, les valeurs précédentes, la méthode d'évaluation, la justification des intrants des modèles d'évaluation, une résolution de la direction de la SBIC mentionnant qu'elle a évalué le placement en conformité avec la politique de placement. Le rapport d'évaluation est signé par chacun des dirigeants, et toute opinion divergente est mentionnée. Les normes principales du modèle suggéré par la SBA sont présentées ci-dessous :

L'évaluation initiale, que la SBIC obtient en négociant les conditions de son soutien financier, est le coût d'acquisition. Ce coût sera la base de l'évaluation jusqu'à ce qu'il existe des preuves de l'augmentation ou de la diminution de valeur de l'investissement. Les réévaluations et diminutions de valeur non réalisées doivent être enregistrées uniquement lorsqu'elles ont une base économique soutenable. Des fluctuations temporaires de la valeur ne sont pas enregistrées. Lorsque la diminution de valeur d'un investissement paraît permanente, la SBIC peut enregistrer une dépréciation (comme une perte réalisée). Ce sera le cas, par exemple, lors de la faillite de l'entreprise, la cessation d'activité, la perte d'une source majeure de revenus ou d'un canal de distribution.

²⁴ Hearing Before the Committee on Small Business, 1995, p. 93.

Les prêts consentis ne peuvent pas être enregistrés à un montant supérieur au coût, mais les diminutions de valeur non réalisées doivent être enregistrées. La valeur comptable des dettes portant intérêt n'est pas estimée à nouveau suite à un changement de taux d'intérêt²⁵. Lorsque l'entreprise est en retard dans le paiement des intérêts, une provision est enregistrée si la collecte des fonds est compromise. Ce sera le cas si l'une des conditions suivante est remplie : 1) le retard porte sur plus de 120 jours et 2) l'entreprise est en faillite, insolvable ou sa continuité d'exploitation est compromise. La valeur d'une dette convertible peut être réalisée soit comme une obligation simple, soit selon les règles d'évaluation des actions en considérant la conversion de tous les titres d'une même classe.

Dans le cas des actions de sociétés fermées, l'investissement d'origine correspond à la valeur initiale. Cette valeur doit être réduite si la performance et le potentiel de la compagnie sont réduits. Si la situation se rétablit, la valeur initiale peut être restaurée. Le prix de vente anticipée d'une participation peut servir de base à une modification de la valeur à la baisse, mais pas à un ajustement à la hausse. La valeur devrait également être modifiée, en particulier à la baisse, si un nouveau financement dont une portion significative provient d'un nouvel investisseur averti, sans lien avec l'entreprise, intervient. La valeur ne devrait pas être modifiée si ce nouveau financement émane des investisseurs actuels. Si l'investissement est le fait d'un investisseur ayant des objectifs stratégiques, on supposera que pas plus de 50 % de l'augmentation de la valeur provient de l'investissement lui-même.

Lorsqu'une entreprise s'autofinance et a des flux d'opération positifs pour au moins les deux dernières années, la valeur de l'investissement peut être augmentée sur la base d'une mesure très conservative utilisant un multiple des bénéfices²⁶, une méthode de flux ou d'autres méthodes similaires, et tenant compte d'un ajustement pour manque de liquidité. Si cette méthode d'évaluation cesse d'être pertinente, le coût peut être restauré ou même déprécié. Les placements dans les entreprises en liquidation ou en cessation d'activité peuvent être estimés à la valeur de liquidation²⁷. Les warrants devraient être évalués sur la base de l'excédent du prix du sous-jacent sur le prix d'exercice.

Les actions des compagnies ouvertes doivent être évaluées sur la base de la valeur moyenne du prix de clôture du jour de l'évaluation et des deux jours précédents. Les titres sujets à des restrictions de revente doivent être escomptés jusqu'à ce qu'ils puissent être transigés librement. L'escompte est généralement compris entre 10 % et 40 %, et est estimé au cas par cas. Lorsque le nombre des actions détenues par la SBIC est important par rapport au volume de transaction moyen journalier, la valeur doit être escomptée de 10 % au moins.

²⁵ Quand l'évaluation repose davantage sur les actifs, il faut notamment tenir compte du rang de la dette, de la nature des collatéraux et de leur valeur liquidative, ainsi que de l'intégrité personnelle et financière des propriétaires de l'entreprise.

²⁶ La nature de l'entreprise, son risque, sa croissance et sa stabilité doivent être pris en compte. Lorsque le multiple utilisé est le bénéfice avant intérêt et impôt, la valeur des fonds propres est obtenue en soustrayant la valeur des dettes. Les multiples peuvent provenir, par exemple, de *Value Line*, *Standard & Poor's*, *Robert Morris and associates*.

²⁷ Il s'agit de la valeur de réalisation de tous les actifs moins les dettes et les coûts de liquidation.

2.3 LES NORMES RECOMMANDÉES PAR LES ASSOCIATIONS DE CAPITAL DE RISQUE

Plusieurs associations se sont récemment penchées sur le problème de l'évaluation des placements des sociétés de capital de risque. Il s'agit de l'*Australian Venture Capital and Private Equity Association Limited (AVCAL)*²⁸, du *British Venture Capital and Private Equity Association (BVCA)*²⁹, du *Canadian Venture Capital and Private Equity Association (CVCA)*³⁰, de l'*European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA)*³¹ et du *US Private Equity Guidelines Group (PEIGG)*³². Ces associations ont proposé des recommandations, dont l'objectif est, selon le BVCA *to improve consistency and comparability across the industry, thereby enabling better economic decision by investors*. Le CVCA a retenu la position de l'EVCA, en apportant cependant certaines modifications. Nous présentons ci-après une synthèse des principales recommandations mises de l'avant par ces associations.

2.3.1 Recommandations générales

Les associations proposent plusieurs recommandations d'ordre général en matière d'évaluation des placements d'une société de capital de risque. Ces recommandations font référence à l'estimation de la juste valeur dans le contexte de l'établissement des états financiers des sociétés de capital de risque³³. Toutefois, comme le souligne l'ACVAL (p. 4) : *It is important to recognise the subjective nature of private equity investment valuation. It is inherently based on forward-looking estimates and judgements (...) ultimately it is not until realisation that true performance is firmly apparent*.

L'évaluation doit être prudente, cohérente et professionnelle, selon toutes les associations³⁴. Si les recommandations et les principes comptables généralement admis s'opposent, ces derniers ont priorité (ACVAL et EVCA). Les méthodes doivent être appliquées de façon permanente, sauf si un changement de méthode permet de mieux estimer la valeur. Ce changement doit rester exceptionnel et être divulgué en notes aux états financiers (EVCA, ACVAL, BVCA et PEIGG).

La responsabilité de l'évaluation appartient en dernier lieu à la direction de la société de capital de risque (PEIGG et CVCA). L'EVCA et le PEIGG préconisent une vérification indépendante annuelle des résultats de l'évaluation³⁵, ce que le CVCA n'estime pas utile. Appelées à réagir sur les propositions du CVCA, plusieurs sociétés de capital de risque canadiennes se prononcent

²⁸ Décembre 2003, http://www.avcal.com.au/ftp/resource/AVCAL_Valuation_Guidelines_2003.pdf

²⁹ Juillet 2003, <http://www.bvca.co.uk/>

³⁰ Juillet 2003,

<http://www.cvca.ca/downloads/Valuation%20Principles%20and%20Guidelines.%20Rec%20Modif.pdf>

³¹ Juin 2003, http://www.evca.com/pdf/EVCA%20Guidelines/Guidelines_valuation.pdf

³² Décembre 2003, http://www.peigg.org/images/U.S._PE_Valuation_Guidelines.pdf

³³ Il s'agit des *valuation guidelines*. D'autres recommandations, les *reporting guidelines*, concernent la présentation de la performance, notamment le calcul du rendement interne, aux investisseurs des sociétés de capital de risque.

³⁴ Le BVCA et l'AVCAL précisent toutefois qu'il ne faut pas faire preuve d'un excès de prudence.

³⁵ Pour l'EVCA, cette vérification est réalisée par un comité de vérification, un auditeur externe ou une partie liée à la profession mais indépendante de la société de capital de risque. Pour le PEIGG un comité de vérification doit être constitué et doit entériner la liste des méthodes permises, tout manquement à cette politique devant être rapporté au comité.

toutefois en faveur d'une vérification indépendante³⁶. L'EVCA et le PEIGG recommandent une évaluation au moins semestrielle de chaque actif³⁷. La juste valeur est déterminée à la date d'évaluation. Si des événements subséquents se produisent avant la date de publication des états financiers, la juste valeur peut être modifiée et ces événements doivent être divulgués (ACVAL).

La politique d'évaluation retenue doit être mentionnée, le cas échéant³⁸, et chaque méthode utilisée doit être clairement expliquée en notes aux états financiers (EVCA et AVCAL). Selon l'AVCAL (p.9), si plusieurs gestionnaires détiennent une participation dans une même entreprise, ils doivent s'entendre sur la méthode d'évaluation la plus appropriée. Le PEIGG (p. 5) recommande également aux sociétés de capital de discuter l'évaluation d'un même investissement avec les autres investisseurs avertis.

Pour chaque investissement, les notes aux états financiers doivent également comporter de l'information relative à la nature de l'investissement, au choix et à la justification de la méthode d'évaluation retenue et de ses intrants, aux mises de fonds successives, à l'identité des investisseurs, au pourcentage détenu comparé à celui des autres investisseurs, au coût historique, ainsi que des informations prospectives sur l'entreprise en termes d'avancement du projet, d'autonomie financière, de performance opérationnelle et d'évènement affectant significativement la valeur de l'actif (EVCA et AVCAL). Les évaluations doivent tenir compte de la dilution résultant notamment de l'exercice des options, des clauses de ratchet, des droits de veto, priorités de sorties, droits préférentiels de liquidation, des privilèges de conversion ou autres (EVCA, CVCA, AVCAL et BVCA).

2.3.2 Les méthodes recommandées pour déterminer la juste valeur des placements

Les associations recommandent certaines méthodes principales et secondaires en fonction du type de placements : 1) les sociétés fermées en démarrage, qui représentent la majorité des placements des sociétés de capital de risque. Ce sont généralement des sociétés n'ayant pas atteint le stade de la commercialisation de leur produit. L'historique financier de ces entreprises est souvent peu informatif (pertes et flux négatifs) et leur valeur repose sur leurs opportunités de croissance. 2) les sociétés matures non cotées, ayant atteint le stade de la commercialisation. Leur historique financier est informatif (bénéfices et flux positifs). 3) les sociétés ouvertes, dont les titres sont transigés sur un marché organisé.

2.3.2.1 Évaluation des placements dans des sociétés fermées en démarrage

Deux approches sont recommandées pour évaluer ce type de placements : la valeur prudente (*conservative value*, EVCA) et la juste valeur (*fair value*, BVCA, CVCA, AVCAL et PEIGG).

³⁶ voir les réponses faites au CVCA suite à la publication de ses recommandations :

<http://www.cvca.ca/cvcavgpostings.html>

³⁷ Le PEIGG se prononce en faveur d'une évaluation trimestrielle.

³⁸ Le PEIGG recommande l'établissement d'une politique d'évaluation écrite. Tout manquement à cette politique doit être expliqué en notes aux états financiers.

Le recours à une valeur prudente

Cette valeur correspond au prix d'acquisition. Cette valeur peut être réduite si les événements suivants se produisent : 1) l'entreprise n'atteint pas les bornes (*milestones*) fixées lors de l'investissement pour l'avancement du projet (en termes de ratios financiers, de développement...) ou bien le service de la dette est interrompu, la faillite est probable, une poursuite judiciaire importante est en cours, un changement significatif est intervenu dans la direction, une fraude a été détectée, 2) détérioration du marché, de l'industrie, changement économique et/ou légal importants. Pour l'ECVA, les décotes doivent avoir lieu par palier de 25 % ou être au moins de 25 % (ACVAL). Si un financement ultérieur important est accordé, la valeur du placement doit être ajustée en fonction du prix de transaction. Si l'investisseur profite de synergie, une décote peut être appliquée (EVCA). Le CVCA laisse le choix entre l'utilisation de la valeur prudente ou de la juste valeur, mais recommande l'emploi de la juste valeur, pour satisfaire aux normes comptables.

Le recours à la juste valeur

Le prix de la dernière ronde de financement conclue avec une partie indépendante est l'estimation la plus appropriée de la juste valeur (EVCA et ACVAL). Le coût d'acquisition ne peut pas représenter la juste valeur plus de 12 mois en l'absence d'une nouvelle transaction (ACVAL). Passé ce délai, il faut utiliser une méthode de comparables ou de multiples. Dans le cas d'un investissement dans des entreprises sans profits ou flux positifs, l'EVCA recommande de conserver la valeur prudente. Selon le BVCA, les investissements doivent être rapportés à la juste valeur, sauf si celle-ci ne peut pas être raisonnablement estimée. Ce sera le cas lorsque les résultats de l'application de différentes méthodes d'évaluation donneront des résultats très différents, et qu'il sera impossible de déterminer quelle valeur sera la plus probable. En particulier, dans le cas d'un investissement dans une société technologique en démarrage, l'impossibilité d'estimer les bénéfices ou les flux futurs, et la difficulté d'estimer la probabilité de succès du projet peut conduire à ne pas retenir la juste valeur, en l'absence d'une transaction récente. Dans ce cas, la valeur rapportée est la valeur aux derniers états financiers, compte tenu, le cas échéant, d'une dépréciation (BVCA). L'illiquidité des titres doit être prise en compte. Selon l'EVCA, l'escompte doit être de 25 % au moins et tout manquement à cette règle doit être clairement justifié.

2.3.2.2 Évaluation des placements dans des sociétés fermées matures

Différentes méthodes sont recommandées pour évaluer ces placements. Les méthodes principales comportent le prix d'acquisition ou de la dernière ronde de financement, les multiples ou comparables et l'actif net. Les méthodes secondaires sont l'actualisation des flux et l'utilisation de multiples courants de l'industrie (méthode de la règle du pouce). En cas de divergence des résultats, les valeurs obtenues au moyen des méthodes principales ont priorité.

Le prix d'acquisition ou de la dernière ronde de financement

La juste valeur est obtenue au moyen d'une nouvelle transaction significative, réalisée avec une partie indépendante et dans des conditions normales de marché (EVCA). Cette valeur ne peut cependant pas être maintenue plus de 12 mois. L'utilisation de la méthode des comparables ou des multiples ou de la méthode des flux est alors requise (EVCA et CVCA).

Les multiples

Les multiples recommandés sont le multiple des bénéfices, le multiple des flux, le multiple du bénéfice avant intérêt et impôt et le multiple de la valeur avant intérêt, impôt et amortissement³⁹ (EVCA, ACVAL). L'ACVAL préconise le multiple des revenus comme méthode principale d'évaluation des entreprises en démarrage⁴⁰. Les entreprises similaires retenues doivent avoir une taille et une situation financière comparables, et appartenir au même secteur⁴¹. Un escompte d'illiquidité peut être donc appliqué. Celui-ci est compris entre 10 % et 30 %, et évoluerait par tranche de 5 % (BVCA, AVCAL, et PEIGG) en fonction de la possibilité d'initier un processus de vente des titres sans réelle contestation (escompte de 10 %), le fait de ne pas pouvoir influencer les autres actionnaires sur la question de liquidation (escompte de 30 % ou 20 % selon le cas).

L'actif net :

Méthode principale selon l'AVCAL et le BVCA, cette méthode peut être utilisée si la valeur de l'entreprise repose davantage sur ses actifs que sur ses revenus. Ce sera cependant rarement le cas des investissements en capitaux propres des sociétés de capital de risque (ACVAL). Elle sera également employée lorsque l'évaluation obtenue avec une autre méthode sera inférieure à la valeur de l'actif net.

L'actualisation des flux :

Méthode secondaire selon le BVCA, le CVCA, l'AVCAL et le PEIGG, elle ne devrait être utilisée que lorsque les autres méthodes ne peuvent pas s'appliquer. Les associations soulignent la grande sensibilité de cette méthode aux intrants du modèle, notamment le taux d'actualisation et la valeur terminale. Celle-ci peut être estimée au moyen de la valeur de réalisation du placement, ou en retenant une hypothèse de perpétuité (BVCA). Cette méthode est recommandée notamment si l'entreprise doit faire un appel public à l'épargne dans un avenir proche (BVCA). Remarquons que l'estimation du coût du capital n'est pas encadrée par les associations.

Utilisation des multiples courants d'industrie (méthode de la règle du pouce) :

Les règles d'évaluation généralement admises dans certaines industries, par exemple le prix par abonné pour la cablo-distribution ou prix du lit pour les maisons de santé, peuvent être employées comme méthode secondaire. La performance relative de l'entreprise peut être prise en compte (ACVAL).

2.3.2.3 Évaluation des placements cotés sur un marché réglementé

Ces placements doivent être évalués en retenant la moyenne entre le prix acheteur et le prix vendeur du dernier jour de cotation (EVCA) ou en retenant le dernier prix acheteur (ACVAL, BVCA et PEIGG). Si des considérations contractuelles ou réglementaires restreignent sa revente, un escompte peut être appliqué. Il serait de l'ordre de 10 % à 30 % (PEIGG) ou d'au moins 25 % (EVCA). Il serait également fonction de la proportion des titres détenus par rapport au volume de

³⁹ Ces deux derniers multiples sont calculés en utilisant la valeur de l'entreprise et non la valeur des fonds propres.

⁴⁰ Les méthodes secondaires sont le prix du plus récent investissement, les flux, les multiples courants de l'industrie et l'actif net.

⁴¹ Ou à un secteur dont les perspectives et le risque sont similaires.

titres échangés sur le marché. Le BVCA propose également un calcul de l'escompte qui est fonction du rapport du nombre de titres détenus par rapport au nombre de titres transigés. L'escompte est respectivement de 0 %, 10 %, 20 % ou 25 % selon que le rapport est inférieur à 20 jours de transaction, compris entre 20 et 50 jours, compris entre 50 et 100 jours et supérieur à 100 % (BVCA et ACVAL). Pour l'EVCA, si le nombre d'actions détenues est faible relativement au volume de transaction trimestriel (moins de 10 %) et qu'aucune restriction n'existe, il n'est pas utile d'appliquer un escompte. Si des restrictions existent, l'escompte devrait être de 10 % à 20 % (rapport compris entre 10 % et 30 %) ou de 25 % à 30 % (rapport supérieur à 30 %).

3. LES RECOMMANDATIONS

Les initiatives gouvernementales en matière de financement des entreprises gagneraient très certainement à disposer d'un cadre de reddition de compte et d'évaluation plus strict que celui qui semble actuellement prévaloir. Le succès des SBICs aux États-Unis et leur efficacité doivent certainement beaucoup au cadre élaboré par la SBA et au contrôle que cette entité exerce. Trois éléments nous semblent essentiels. Le premier est l'existence d'un cadre uniforme de reddition de compte, le second une norme stricte pour l'évaluation des placements de sociétés fermées et la troisième, la nécessité de l'archivage des conditions initiales du placement.

3.1 UN CADRE UNIFORME DE REDDITION DE COMPTE

Les normes comptables laissent une grande latitude dans l'évaluation des placements et dans la façon dont les fonds de capital de risque estiment leur performance. On peut accepter cette latitude dans le cas des fonds privés, où les actionnaires ont, en principe, les compétences et le temps requis pour analyser en détail les opérations et documents émis. Il est plus difficile d'accepter cette latitude lorsque des fonds publics sont engagés et lorsque la supervision revient à des organismes qui n'ont pas toujours les ressources requises pour décoder l'information émise. Il est donc essentiel qu'à côté des états financiers, les organismes de financement aidés ou financés par les fonds publics soient soumis à une reddition parallèle, basée sur des normes précises. Ces rapports devraient permettre un suivi efficace et une comparaison rapide des résultats des différents organismes. En particulier, ils devraient fournir une information complète sur l'activité, c'est-à-dire le nombre, la nature et les conditions des opérations de financement effectuées. Les rapports annuels ne donnent pas d'information précise sur ces dimensions. La SBA demande d'ailleurs la divulgation de ces opérations sur une base continue.

Nous suggérons donc que les Ministères de tutelles des organismes de financement s'inspirent de l'ensemble des normes d'encadrement des SBICs par la SBA.

3.2 L'ARCHIVAGE DES CONDITIONS INITIALES DU PLACEMENT

L'évaluation des placements dans des sociétés fermées, en l'absence de transactions, n'est possible que si les éléments clés qui ont guidé l'évaluation de l'entreprise et la détermination des conditions de l'investissement sont notés et conservés. En particulier, la norme veut que les placements soient assortis de balises à atteindre (les *milestones*). Ces cibles sont établies en

termes de chiffre d'affaire ou encore d'étapes de développement dans le cas de sociétés en développement. Il est également possible que l'évaluation soit basée sur une valeur de sortie probable et sur l'estimation d'une durée (méthode dite des *venture capitalists*). Enfin, il est possible que l'analyste utilise une méthode d'actualisation des flux, auquel cas une valeur de sortie et un taux d'actualisation ont été estimés. Finalement, un escompte de liquidité a pu être appliqué. L'ensemble des paramètres utilisés, assortis de quelques commentaires, devrait faire l'objet d'un formulaire, qui pourrait être électronique. Ce n'est que si ces données sont disponibles que l'on pourra, à la fin de l'exercice suivant, savoir si les cibles ont été atteinte ou pas. Des écarts peuvent être calculés sous forme de pourcentage. Accessoirement, de telles archives sont fort utiles pour évaluer la qualité du processus décisionnel et le réalisme des évaluations initiales.

3.3 LA VALORISATION DES SOCIÉTÉS FERMÉES

Il semble indispensable d'encadrer plus fermement les pratiques d'évaluation des sociétés fermées. Le recours aux évaluateurs externes, pour des sociétés qui ne sont pas arrivées au stade de la production, n'assure pas une évaluation cohérente.⁴² Deux cas doivent être distingués : celui des sociétés en démarrage et celui des sociétés ayant atteint le stade des revenus.

Sociétés en démarrage : elles incluent toutes celles qui n'ont pas de revenus autres que des crédits d'impôt R&D. On devrait inclure dans cette catégorie les sociétés qui, tout en générant des revenus, produisent des flux négatifs. On ne peut généralement pas utiliser les modèles conventionnels basés sur les multiples pour de telles entreprises. Dans tous ces cas, et conformément aux recommandations de l'EVCA, l'évaluation devrait être basée sur le coût d'origine, c'est-à-dire la valeur attribuée initialement au placement. Les situations suivantes devraient donner lieu à un réajustement, soit le défaut d'atteindre les cibles et les opérations de financement.

Le défaut d'atteindre les cibles par un pourcentage significatif doit amener une révision de la valeur. Cette condition peut être aisément vérifiée dans la mesure où la recommandation relative à l'archivage des conditions initiales **du placement des placements** est suivie. Un écart inférieur à 10 % ne donnerait lieu, par exemple, à aucun ajustement. Un écart qui se situe entre 10 % et 30 % entraînerait une dépréciation de 25 % alors qu'un écart supérieur amènerait une diminution de 50 % de la valeur du placement. Des simulations devraient être menées pour ajuster de façon plus fine ces seuils, établis ici de façon arbitraire.

Les opérations de financement devraient être prises en compte sur la base des normes appliquées aux SBICs.

Dans le cas d'investissements dans des sociétés ouvertes, la juste valeur devrait reposer sur le dernier cours acheteur. La pratique qui consiste à réfuter la valeur marchande parce qu'elle ne

⁴² Dans une étude parallèle en cours d'achèvement, nous avons fait évaluer la même société, parvenue au stade de la pré-commercialisation, par 43 experts en évaluation d'entreprises. Les évaluations se situent entre 0 et 18 millions de \$.

révèle pas la vraie valeur des titres relève de la manipulation comptable. Sur un marché, le prix est établi par des dizaines ou des centaines d'investisseurs, dont plusieurs sont des analystes financiers avertis. Refuser leur évaluation pour leur substituer celle d'un expert unique n'est pas défendable. Le seul cas où cette pratique peut être tolérée est celui des titres qui ne sont pas transigés sur une base régulière. Si les dernières transactions datent de plusieurs mois, on se trouve dans la situation des sociétés fermées. Les règles qui leur sont applicables prévalent alors.

L'exemple des SBICs montre que l'instauration d'un cadre de reddition de compte bien normé et de principes d'évaluation est non seulement possible, mais très certainement nécessaire pour une intervention efficace dans le domaine du financement des entreprises.