

## Chapitre 1

---

# La valorisation des actifs illiquides

GUILLAUME GENETAY

---

### Executive summary

Les actifs illiquides – autrement appelés marchés privés, actifs réels ou actifs alternatifs – sont des actifs non cotés dont les échanges sont moins fluides et moins rapides que ceux des actifs liquides, tels que les actions ou les obligations. Cette classe d’actifs est relativement diverse et regroupe des actifs immobiliers, des entreprises non cotées détenues par des sociétés de capital-investissement mais aussi de la dette privée. Les gérants d’actifs gèrent actuellement environ 112 trilliards de dollars d’actifs dans le monde, dont 13 trilliards environ représentent des actifs réels. La part de cette classe d’actifs n’a eu de cesse d’augmenter au cours des dernières années. À titre de comparaison, les actifs réels sous gestion au début de la crise financière de 2008 ne représentaient que 3,5 trilliards de dollars.

Les actifs sont détenus à travers des fonds d’investissement – que des sociétés de gestion font fructifier pour leurs clients, le plus souvent institutionnels –, tels que des fonds de pension ou des sociétés d’assurance. Les sociétés de gestion doivent périodiquement établir la valeur liquidative des fonds dont elles ont la responsabilité. Pour ce faire, il leur faut déterminer la valeur des actifs sous-jacents dans leur portefeuille. Dans la mesure où ces actifs ne sont pas cotés sur un marché d’échanges, la grande difficulté pour les gérants d’actifs est de pouvoir les valoriser. L’objectif de ce chapitre est de passer en revue les grands principes qui sous-tendent ces valorisations et de présenter les méthodologies principalement utilisées.

---

## Les principes généraux de la valorisation des actifs illiquides

---

### Objectifs

---

L'objectif principal de la valorisation par une société de gestion est d'estimer rigoureusement la valeur des parts ou titres détenus par les investisseurs dans un fonds. Elle détermine la valeur d'entrée ou de sortie pour les investisseurs, c'est-à-dire le prix d'achat ou de vente des parts dans le fonds.

L'exercice de valorisation permet en outre à la société de gestion un meilleur pilotage de son portefeuille. Ainsi, la valorisation d'un actif peut aider à définir le prix d'achat de cet actif. De plus, une valorisation continue et périodique permet à la société de gestion de choisir au mieux la date de vente d'un actif, à savoir celle où la valorisation est considérée comme favorable.

### La juste valeur

---

Le prospectus d'un fonds d'investissement – document d'information détaillé qu'un fonds doit produire pour pouvoir émettre des titres au grand public – impose souvent<sup>1</sup> que les valorisations des actifs non cotés se fassent à la juste valeur. La juste valeur d'un actif est le prix qui serait obtenu lors de sa vente dans une transaction hypothétique à la date de valorisation.

### La constance dans la valorisation

---

La valorisation d'un actif doit se faire selon la même méthodologie à chaque date d'évaluation, de sorte à assurer une constance dans la valorisation. Par ailleurs, la même méthodologie doit s'appliquer à des actifs similaires. Par exemple, il ne conviendrait pas d'appliquer deux méthodes différentes pour deux entreprises ayant la même

.....  
1 Cela dépend des règles comptables en vigueur dans la juridiction où le fonds est domicilié.

activité. À ce titre, il est de bonne pratique que la société de gestion établisse une politique de valorisation écrite.

## **Périodicité**

---

La valorisation des actifs en portefeuille s'effectue généralement trimestriellement. La communication de la valorisation aux investisseurs est souvent fixée dans le règlement du fonds.

## **Gouvernance explicite**

---

Les sociétés de gestion de fonds d'investissement doivent mettre en place des gouvernances explicites et claires dans leur organisation en ce qui concerne la valorisation. Ainsi, sont organisés des comités de valorisation dont la composition varie en fonction des sociétés de gestion et dont le rôle est de déterminer la valorisation des parts ou titres du fonds. Souvent, le rôle du comité de valorisation est d'approuver les valorisations des actifs soumises par les équipes de valorisation internes.

## **Les données de marché ou valeurs raisonnables**

---

Les méthodologies de valorisation utilisent au maximum des données observables marché ou, si celles-ci ne sont pas disponibles, des valeurs raisonnables faisant l'objet d'un consensus entre les acteurs de marché.

## **Le principe de prudence**

---

Compte tenu de la subjectivité et des incertitudes inhérentes à la valorisation, il convient que le valorisateur fasse preuve de prudence dans le choix des hypothèses et des données utilisées. Une approche conservatrice se doit d'autant plus d'être appliquée en période de crise économique.

## Des valorisations disparates

---

Les méthodologies de valorisation varient selon les classes d'actifs. Par ailleurs, chaque gérant d'actifs applique sa propre méthodologie et surtout ses propres hypothèses. Il en résulte une certaine subjectivité et de potentielles grandes variations dans les valorisations d'un même actif. Afin que la classe d'actifs continue son développement, il est impératif que les méthodologies de valorisation s'harmonisent.

## Valorisation des actifs détenus par des fonds de capital-investissement

---

### Qu'est-ce que le capital-investissement ?

---

Le capital-investissement, aussi connu sous le terme anglais *private equity*, est un mode d'investissement consistant à prendre des participations au capital d'entreprises non cotées afin de financer leur création, leur développement ou leur transmission. Le terme de capital-risque (ou *venture capital* en anglais) est quant à lui utilisé pour le financement de création et développement de sociétés innovantes. Le capital-investissement prend la forme de participations actives de la part de la société de capital-investissement dans le but de dégager une plus-value au moment de la revente de l'actif. Compte tenu de cet objectif de création de valeur, la valorisation des actifs lors de leur acquisition est primordiale : le fonds d'investissement doit s'assurer de proposer un prix d'achat le plus juste possible. Toutefois, l'exercice de valorisation reste important tout au long de la période de détention de l'actif dans la mesure où cela aidera à définir le moment le plus opportun pour la vente de l'actif.

Plusieurs méthodes de valorisation existent. Les deux méthodes les plus utilisées sont présentées dans les paragraphes suivants.

### Les multiples comparables

---

La méthodologie des multiples comparables pour l'estimation de la valeur d'une entreprise non cotée comprend deux alternatives :

rapprocher des multiples boursiers (sociétés cotées) ou bien des transactions comparables (acquisitions récentes d'entreprises similaires) à l'entreprise faisant l'objet d'une valorisation. Dans les deux cas, il s'agit d'établir une valeur de marché, c'est-à-dire le prix que d'autres acteurs du marché seraient vraisemblablement prêts à payer pour un même type d'entreprise.

### Sélection de l'échantillonnage

---

Dans les deux variantes, il est primordial de sélectionner un échantillonnage d'entreprises adéquat. Cet échantillon doit d'abord être suffisant en nombre. Il est fréquent d'avoir des échantillons de plus de 10 entreprises.

Par ailleurs, l'échantillon doit être composé d'entreprises semblables – de la même industrie ou du même secteur – à celle dont la valeur est à déterminer. Un fournisseur d'équipements électroniques automobiles ne saurait être comparé à un fabricant de pneus. De plus, les entreprises comparées doivent être situées dans une même zone géographique, dans la mesure où leurs problématiques (par exemple, leurs marchés ou réglementations respectives) sont différentes. Les entreprises devraient aussi préférentiellement être de taille similaire.

Enfin, les comparaisons doivent se faire sur des données relativement récentes.

En pratique, il est parfois difficile de trouver un échantillon suffisant d'entreprises similaires et une certaine flexibilité doit être appliquée quant aux règles de sélection.

### Sélection de la valeur à comparer

---

Il s'agit soit de la valeur d'entreprise, ce qui est le plus courant en pratique, soit directement de la valeur des fonds propres :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \text{Fonds propres} + \text{Dette} - \text{Cash}$$

L'alternative est de valoriser les fonds propres qui sont justement les parts détenues par un fonds d'investissement dans l'entreprise. Si les entreprises de l'échantillon sont cotées, alors :

## Valeur des fonds propres

$$= \text{Prix de l'action} \times \text{Nombre de parts du capital}$$

### Sélection de la base du multiple

---

La base du multiple est un indicateur financier provenant généralement du compte de résultat de l'entreprise. Dans le cas de la valeur d'entreprise, il s'agit le plus souvent du bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (BAIIDA ou EBITDA en anglais). On peut également utiliser le chiffre d'affaires ou, moins fréquemment, le bénéfice avant intérêts et impôts (EBIT en anglais). Dans des cas spécifiques, on peut recourir à d'autres indicateurs (par exemple, le nombre de clients).

Le choix de l'indicateur dépend principalement du secteur d'activité de l'entreprise à valoriser, dans la mesure où les pratiques de marché diffèrent d'un secteur à l'autre. Ce choix de l'indicateur peut aussi dépendre du stade de développement de l'entreprise. En capital-risque, pour une start-up qui ne génère pas encore de résultat d'exploitation positif, l'indicateur chiffre d'affaires sera utilisé.

Un point déterminant pour le valorisateur est de bien vérifier que l'indicateur présente les mêmes caractéristiques pour l'ensemble des entreprises à comparer. Les indicateurs doivent avoir la même définition et être calculés de la même façon. Par exemple, le calcul de l'EBITDA peut différer d'une entreprise à l'autre si de nombreux retraitements sont faits. De surcroît, la période de détermination de l'indicateur doit être la même pour une comparaison la plus juste possible. Peuvent être considérés les 12 mois de l'année fiscale précédente, les 12 derniers mois calendaires ou 12 mois calculés sur la base des trois derniers mois multipliés par 4.

### Moyenne

---

Sur la base des différents multiples obtenus pour l'ensemble des entreprises comparées, la moyenne et la médiane seront calculées afin d'établir la valeur de l'entreprise à valoriser. La moyenne des multiples obtenus sera multipliée par la valeur de l'indicateur pour l'entreprise afin d'en déterminer sa valeur.

## Actualisation des flux de trésorerie

---

La technique d'actualisation des flux de trésorerie (FT) consiste à évaluer la valeur d'une entreprise sur la base de la valeur actuelle nette (VAN) des futurs flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise. Sera ensuite retranché à la valeur d'entreprise l'ensemble des éléments du passif du bilan dont le rang est supérieur au capital (principalement les diverses dettes) afin de valoriser la valeur des fonds propres :

$$\begin{aligned} \text{Valeur des fonds propres} &= \text{VAN} - \text{Dettes} \\ \text{VAN} &= (\text{FT}_1 / (1 + r)^1) + (\text{FT}_2 / (1 + r)^2) + \dots \\ &+ (\text{FT}_n / (1 + r)^n) + (\text{VT} / (1 + r)^n) \end{aligned}$$

où  $\text{FT}_n$  est le flux de trésorerie en année  $n$ ,  $r$  est le taux d'actualisation et  $\text{VT}$  est la valeur terminale.

La méthodologie de l'actualisation des flux de trésorerie est plus connue sous son acronyme anglais DCF (*Discounted Cash Flows*).

Cette méthodologie peut s'appliquer à tous les sous-jacents. Cependant, elle est particulièrement adaptée aux sous-jacents dont les flux de trésorerie peuvent facilement être projetés sur le long terme.

### Flux de trésorerie

---

Il convient en premier lieu d'établir un modèle financier des futurs flux de trésorerie (FT) disponibles générés par l'entreprise. Pour ce faire, il faut prendre en compte les flux d'exploitation (bénéfice avant intérêts, dépréciation et amortissement, qui est donc l'EBITDA, lequel est soustrait du montant des impôts), mais aussi les besoins en fonds de roulement nécessaires au fonctionnement de l'entreprise (BFR) et l'ensemble des flux liés aux investissements de l'entreprise, sur la base d'hypothèses sur le fonctionnement futur de l'entreprise et sur ses résultats :

$$\text{FT} = \text{Flux d'exploitation} - \text{BFR} - \text{Flux d'investissements}$$

Les prévisions de flux ne peuvent raisonnablement s'établir que sur un nombre limité d'années, généralement 5 à 10 ans, compte

tenu des incertitudes sur les hypothèses à long terme. À l'issue de ces premières années budgétées dans le modèle financier, il est présumé que l'entreprise continuera d'opérer sur une période indéfinie, et ce sur une base de croissance constante pour l'ensemble de cette durée. L'hypothèse de croissance du produit intérieur brut du pays où se situe l'entreprise peut être utilisée, à moins qu'une hypothèse plus précise puisse être établie. Il s'agit alors de déterminer la valeur terminale de l'entreprise, c'est-à-dire sa valeur résiduelle à la fin de la période prévisionnelle. Afin de déterminer cette valeur terminale, on utilise la formule de Gordon et Shapiro suivante :

$$\text{Valeur terminale} = FTn / (r - g)$$

où  $FTn$  est le flux de trésorerie de l'année suivant la dernière année de prévision du modèle financier,  $r$  est le taux d'actualisation qui est utilisé pour actualiser les flux de trésorerie (ce qui est détaillé dans le paragraphe suivant) et  $g$  est l'estimation du taux de croissance des flux à l'infini.

### Taux d'actualisation

---

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen pondéré du capital (CMPC), c'est-à-dire la moyenne pondérée entre le taux de rentabilité requis par les détenteurs des fonds propres et le taux d'intérêt applicable à la dette :

$$r = Ke \times (E / (E + D)) + Kd \times (1 - t) \times (D / (E + D))$$

où  $r$  est le taux d'actualisation,  $Ke$  le coût des fonds propres,  $E$  le montant des fonds propres,  $D$  le montant de la dette,  $Kd$  le taux d'intérêt de la dette et  $t$  le taux d'imposition de l'entreprise concernée.

En pratique, les fonds propres et la dette sont eux-mêmes divisés en plusieurs tranches dont chacune requiert une rentabilité spécifique. Les moyennes pondérées respectives du coût des fonds propres et du taux d'intérêt doivent donc être calculées au préalable.

À noter que le coût de la dette est net du taux d'imposition dans la mesure où le résultat imposable d'une entreprise est calculé après déduction des intérêts liés aux emprunts.

En ce qui concerne le coût des fonds propres, il comprend deux composantes : un taux sans risque que les investisseurs touchent lors d'un investissement sans risque ; un rendement additionnel qui correspond au niveau du risque spécifique à l'entreprise dans laquelle sont investis les capitaux.

La formule du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers – ou CAPM en anglais, *Capital Asset Pricing Model*) peut être utilisée :

$$K_e = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

où  $(R_m - R_f)$  est la prime de risque du marché,  $(\beta_i)$  est le bêta (une mesure du risque systématique ou le risque spécifique associé à l'entreprise) et  $R_f$  est le taux sans risque.

Pour les entreprises non cotées, déterminer le bêta est plus complexe que pour les entreprises cotées. Il s'agit d'abord de trouver le bêta des capitaux propres ( $\beta_L$ ) d'entreprises cotées du même secteur d'activité. Ensuite, l'impact de leur structure financière est éliminé pour obtenir le bêta de l'actif économique ( $\beta_u$ ) des entreprises comparées :

$$\beta_u = \beta_L / (1 + (1 - T) \times (D/K))$$

où  $T$  est le taux d'imposition et  $(D/K)$  est le ratio de la dette sur capital de l'entreprise comparée.

La moyenne des  $\beta_u$  des entreprises comparées est utilisée comme bêta de l'actif économique de l'entreprise à évaluer. Enfin, pour déterminer le bêta des fonds propres de l'entreprise à évaluer, il convient de prendre en compte l'impact de la structure financière de celle-ci :

$$\beta_L = \beta_u \times (1 + (1 + T) \times (D/K))$$

Par souci de simplicité, certaines sociétés de gestion considèrent le taux de rendement interne (TRI ou IRR en anglais) escompté pour le fonds d'investissement (et communiqué comme objectif de rendement aux investisseurs du fonds) comme coût des fonds propres.

## Alternative

---

Une alternative à la méthode détaillée ci-dessus consiste à estimer directement la valeur des fonds propres en actualisant les flux de trésorerie disponibles aux détenteurs des fonds propres. Dans ce cas, les flux de trésorerie à prendre en compte sont les flux de trésorerie disponibles à l'entreprise (tels que décrits dans la section ci-avant) auxquels sont retranchés les flux liés au financement de l'entreprise, à savoir les flux liés à la dette (les intérêts ainsi que les remboursements de principal et les émissions éventuelles de nouvelle dette). Selon cette méthodologie, le taux d'actualisation à prendre en compte est le coût des fonds propres.

## Actif net

---

Cette méthode revient à calculer la valeur d'une entreprise sur la base de ses actifs nets, c'est-à-dire la somme des valeurs de chacun de ses actifs (préférentiellement, leur valeur de marché plutôt que leur valeur comptable) auxquelles sont soustraites les dettes mises en place pour les financer.

## Valorisation des actifs immobiliers

---

Les fonds d'investissement immobiliers investissent dans des actifs immobiliers. Leur objectif est soit d'obtenir un rendement régulier, soit – ce qui est plus fréquent – de les gérer activement, de les transformer afin de générer une plus-value lors de leur cession. Au même titre que la valorisation des actifs acquis par les fonds de capital-investissement, la valorisation des actifs immobiliers lors de leur acquisition est donc cruciale dans la détermination du prix d'achat proposé.

Diverses méthodes de valorisation existent. Les principales sont présentées dans les paragraphes ci-dessous.

## La méthode des comparables

---

La méthode des comparables, autrement appelée méthode par le marché, est la plus répandue pour les actifs immobiliers. Elle consiste

à déterminer la valeur d'un actif par la comparaison à d'autres actifs immobiliers similaires pour lesquels des transactions récentes ont eu lieu.

## Les principes généraux

---

En deuxième lieu, les actifs comparés doivent être, sinon identiques, similaires. Tout d'abord, les actifs doivent être de même typologie : des actifs résidentiels ne sauraient être comparés à des immeubles de bureaux ou logistiques. Ainsi en va aussi de la microlocalisation de l'actif. Idéalement, les actifs comparés ne doivent pas seulement être dans la même ville mais plus précisément dans le même quartier ou dans tous les cas aux alentours. Ensuite, les actifs auront si possible une ancienneté similaire. Un immeuble nouvellement construit ne peut être comparé à un immeuble ancien dont le bilan énergétique est vraisemblablement mauvais ou nécessitant des rénovations majeures. Enfin, l'horizon de temps des transactions est important compte tenu de la possible volatilité des prix de marché : les transactions auront préférablement eu lieu dans les deux années précédant la valorisation.

## Le calcul de la valorisation

---

Il s'agit d'établir pour chacun des actifs comparés le ratio de leur valorisation par leur superficie ou surface exploitable. À noter que peuvent être utilisées la surface exploitable (ou habitable dans le cas d'un actif résidentiel) ou la surface utile.

Une moyenne et une médiane seront établies sur la base de ces valeurs ; la superficie de l'actif sera multipliée par ces valeurs afin d'en estimer la valorisation.

## La méthode de rendement

---

Autrement appelée méthode par le revenu ou méthode par la capitalisation du revenu, elle consiste à appliquer un taux de rendement au revenu généré par un actif immobilier :

$$\text{Valeur actif immobilier} = \text{Revenu} \times \text{Taux de capitalisation}$$

## Détermination de l'assiette des revenus

---

Il s'agit tout d'abord de déterminer l'assiette de revenu locatif brut. Celui-ci est soit réel, si l'actif existe déjà et si le loyer facturé se situe au niveau du marché, soit projeté, si l'actif est en construction ou en rénovation. Pour établir ce dernier, il convient d'effectuer des comparaisons avec des loyers actuels d'actifs similaires situés aux alentours, à l'image de la méthode des comparaisons décrites dans la section ci-avant.

Du revenu locatif brut seront déduites les vacances locatives. Le taux de vacance du marché (souvent communiqué dans des études de marché immobilier de grandes villes) peut être établi comme hypothèse :

$$\text{Revenu locatif net} = \text{Revenu locatif brut} \times \text{Taux d'occupation}$$

où  $\text{Taux d'occupation} = 1 - \text{Taux de vacance}$ .

Doivent ensuite être déduites les charges opérationnelles liées à l'entretien de l'immeuble, ainsi que les impôts fonciers, locaux et sur les sociétés afin d'obtenir le revenu net.

## Détermination du taux de capitalisation

---

Le taux de capitalisation est souvent une donnée connue par les acteurs du marché en fonction de la localisation et du type de bien immobilier (résidentiel, de bureaux ou logistique). Pour obtenir le taux de capitalisation applicable, il faut diviser le prix d'actifs immobiliers similaires vendus récemment par leur revenu net.

## L'actualisation des flux de trésorerie

---

La méthodologie d'actualisation des flux décrite dans la section concernant le capital-investissement peut aussi être utilisée pour les actifs immobiliers, en suivant les mêmes étapes. Le valorisateur doit toutefois prendre en compte des coûts importants de rénovation de l'actif à un certain moment de la vie de l'actif (à déterminer en fonction de l'âge et de l'état de l'actif en date de valorisation).

## La méthode du coût équivalent

---

Cette méthode consiste à établir l'ensemble des coûts de remplacement d'un actif à l'équivalent. D'une part, doivent être inclus le coût d'acquisition du terrain et les coûts de construction de l'immeuble en prenant garde de considérer les prix actuels des matériaux et la possible inflation dont ils pourraient faire l'objet pendant la période de construction. D'autre part, ne doivent être oubliés les frais d'acquisition du terrain ainsi que l'ensemble des frais administratifs et fonciers engendrés dans le processus d'obtention du permis de construire.

Cette méthode est peu utilisée. Elle ne l'est généralement qu'en l'absence de limites ou d'obstructions à la construction d'un immeuble identique.

## Valorisation de la dette privée

---

### Qu'est-ce que la dette privée ?

---

La dette privée est un type de prêt octroyé directement par des fonds d'investissement. Elle s'oppose donc aux prêts et crédits plus typiques historiquement accordés par les banques (prêts bancaires) et les marchés (obligations).

La classe d'actifs de dette privée est relativement récente. Son essor a vraiment débuté après la grande crise financière de 2008. De nouvelles règles plus strictes concernant les réserves réglementaires ont été imposées aux banques traditionnelles par l'accord de Bâle III. Dès lors, leur appétit pour la dette, essentiellement la dette à long terme, a diminué.

Au même titre que les parts détenues par les fonds de *private equity*, les sous-jacents de ces fonds de dettes privées doivent être valorisés.

### La valorisation à la valeur comptable

---

La valeur comptable se calcule ainsi :

$$\text{Valeur comptable} = \text{Coût d'acquisition} - \text{Dépréciation}$$

Le coût d'acquisition de la dette privée correspond à sa valeur nominale. Ainsi, si un fonds d'investissement prête 1 million d'euros à une entreprise, le coût d'acquisition est de 1 million d'euros.

### Analyse de la dépréciation

---

La dépréciation correspond à la perte de valeur d'un actif. Dans le cas de la dette, une dépréciation intervient lorsque la qualité de crédit de l'emprunteur s'est détériorée à tel point qu'on estime qu'il ne pourra pas faire face à ses obligations de remboursement de principal ni au paiement des intérêts. Le montant de la dépréciation est égal à la somme des versements de principal qui ne pourraient être remboursés.

Pour déterminer la qualité de crédit d'un emprunteur, le gestionnaire de portefeuille et le département risque doivent maintenir une notation – dont la méthodologie leur est propre – de cet emprunteur, à l'image de celles attribuées par les agences de notation.

### Calcul de la dépréciation

---

Une dette est généralement sécurisée par des sûretés, par exemple des hypothèques ou nantissements. Dans le cas d'un défaut de l'emprunteur sur ses obligations de remboursement du prêt, le prêteur peut alors exercer ses sûretés afin de couvrir financièrement ses engagements. L'ensemble de ces sûretés est aussi appelé collatéral :

$$\text{Dépréciation} = \text{Valeur du collatéral} - \text{Principal restant dû}$$

Il s'agit donc d'évaluer la valeur de ce collatéral en fonction de sa nature. Pour des nantissements d'actifs, des valorisations d'actifs similaires peuvent être utilisées tout en y appliquant une décote. L'objectif est de prendre en compte les potentiels fluctuations de marché et les coûts administratifs liés à la liquidation des actifs, de même que les éventuels coûts de transport si les actifs doivent être acheminés vers un acheteur potentiel. Pour des nantissements de parts sociales dans une société, une valorisation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs escomptés est privilégiée. En effet, le prêteur

a exercé ses sûretés et pris le contrôle des parts sociales, et donc de la société elle-même. Le coût du capital peut être estimé au coût de la dette, à savoir le taux d'intérêt appliqué à cette dette, auquel est ajouté un potentiel taux de défaut supplémentaire (si un taux de défaut avait été négocié lors de l'émission de la dette).

### **Le *mark to model***

---

Historiquement, les gérants d'actifs s'occupaient principalement des fonds d'investissement placés en actifs liquides. La valorisation des actifs liquides se fait au prix du marché constaté. Cette valorisation est appelée *mark to market*. Par opposition, le *mark to model* est une méthodologie de valorisation qui se base sur un modèle financier. Le modèle de valorisation le plus répandu est la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

#### **Les flux de trésorerie**

---

Les flux de trésorerie à prendre en compte sont ceux liés à la dette. Il s'agit donc de considérer l'échéancier de remboursement du principal et le montant des intérêts à payer pour chaque période.

Le calcul des intérêts se fait sur la base de la nature du taux d'intérêt applicable. Si celui-ci est un taux flottant, une courbe des taux à terme (Euribor ou USD Libor par exemple) selon la maturité applicable (généralement 3 ou 6 mois) est utilisée.

#### **Le taux d'actualisation**

---

Le taux d'actualisation se calcule ainsi :

$$\text{Taux d'actualisation} = \text{Taux sans risque} + \text{Différentiel de crédit}$$

Le taux sans risque est le rendement qu'un investisseur peut attendre d'un investissement qui ne comporterait aucun risque. Il s'agit donc d'un taux théorique puisqu'il n'existe aucun investissement financier qui soit entièrement dépourvu de risque. Dans la pratique, le taux de base est le plus souvent utilisé comme proxy pour

le taux sans risque. Il correspond au taux d'intérêt que les banques centrales appliquent aux banques commerciales lorsqu'elles leur accordent des prêts. Le taux de base est donc différent en fonction de la monnaie dans laquelle la dette est libellée. Par ailleurs, les taux de base étant différents en fonction de la maturité de la dette, le taux de base appliqué doit être celui dont la maturité est équivalente à la maturité de la dette à valoriser. Dans la pratique, il n'est donc pas toujours possible d'avoir un taux de base à maturité exactement équivalente. Dans ce cas, une courbe d'interpolation linéaire peut être construite (à l'aide de la fonction `LinearInterpolRng` sur Excel) afin d'obtenir une donnée théorique.

Le différentiel ou écart de crédit, plus souvent dénommé par son anglicisme *spread* de crédit, correspond à la différence de taux d'intérêt d'une obligation (ou toute forme d'emprunt) émise par une entreprise avec le taux sans risque de référence. Il s'agit donc de la prime de risque liée à une obligation particulière.

La prime de risque d'un titre est liée, d'une part, au risque relatif au pays dans lequel l'emprunteur est situé et, d'autre part, à la qualité de crédit de l'emprunteur. Le *spread* lié au risque pays peut être estimé en prenant le *spread* de défaut correspondant à la note de crédit attribuée à ce pays par une des agences de notation (Moody's et Standard & Poor's par exemple).

En pratique et par souci de simplicité, le valorisateur peut combiner taux de base et *spread* pays en considérant le *spread* de crédit lié aux obligations souveraines émises par le pays de l'emprunteur. Ces informations sont disponibles sur les plateformes d'informations financières (notamment, Bloomberg ou Refinitiv). De même que pour le taux de base, une courbe d'interpolation peut être établie afin d'estimer le *spread* théorique pour une maturité spécifique.

Le *spread* spécifique à la qualité de l'emprunteur peut être déterminé, quant à lui, en prenant en considération le *spread* lié à la notation de l'entreprise dont la valorisation est à établir. Dans le cas où une notation ne serait pas attribuée à l'entreprise par une agence de notation externe (ce qui est souvent le cas dans l'univers des marchés privés), le valorisateur s'attachera à établir une grille de notation dont la méthodologie devra se rapprocher des méthodologies utilisées par

les agences de notation. Une fois une notation attribuée, le *spread* équivalent peut être trouvé sur les plateformes d'informations financières qui disposent d'indices de *spread* (à titre d'exemple, l'indice Merrill Lynch Corporate peut être utilisé).

Au *spread* lié au pays et à la qualité de crédit est parfois ajoutée une prime d'illiquidité. Comme nous l'avons mentionné précédemment, la dette privée fait l'objet de peu d'échanges sur les marchés. La vente de ces actifs par leur détenteur s'en trouve complexifiée, notamment dans le cas où l'on souhaite une vente rapide. Bien souvent, cela entraîne une décote. La prime de liquidité n'est pas quantifiable, mais il est entendu qu'elle s'établit entre 25 et 75 points de base.

## Absence d'homogénéité

Il y a peu d'homogénéité dans les valorisations appliquées par les gérants d'actifs de dette privée – et ce, davantage que pour les autres classes d'actifs illiquides. Chaque gérant est libre de développer sa propre méthodologie. De multiples ajustements peuvent être pratiqués, ce qui rend difficiles les comparaisons et donc les potentiels échanges. Une plus grande homogénéité pourrait augmenter la liquidité de cette classe d'actifs.

### L'essentiel

Compte tenu du nombre limité d'échanges et du peu de liquidité existante pour ces classes d'actifs, la valorisation des actifs illiquides, ou non cotés, est complexe. Les fonds d'investissement qui placent dans ces actifs doivent néanmoins mettre en place des politiques de valorisation et des méthodologies précises afin de déterminer leur valeur avec le plus de précision possible.

Il existe plusieurs techniques de valorisation selon la nature des sous-jacents. Les méthodes les plus répandues sont celle par analogie et celle par actualisation des flux de trésorerie. La première s'applique particulièrement bien aux actifs détenus par les fonds de capital-investissement ainsi que les actifs immobiliers, tandis que la seconde est plutôt appropriée au capital-

investissement ou à la dette privée. Une approche efficace peut être de recourir à plusieurs techniques de valorisation pour un même actif afin d'assurer son résultat.

Les paramètres et les hypothèses utilisés portent une part significative de subjectivité et peuvent donc différer grandement d'une société de gestion (ou valorisateur) à l'autre. Il est crucial de correspondre autant que faire se peut à des éléments et données de marché. Le choix de ces données de marché est l'étape déterminante dans l'application d'une technique de valorisation.