

# IMA France

*Investment entities*

---

Mardi 7 février 2012

# Objet de l'ED : une brèche dans l'obligation générale de consolidation

- Exception au principe de consolidation obligatoire selon IFRS 10 pour les investissements contrôlés par les « entités d'investissement »
- Obligation d'évaluer en juste valeur par résultat (IAS 39 / IFRS 9 / IFRS 13)
- Traitement jugé conforme au business model des entités d'investissement qui gèrent leurs participations sur une base juste valeur
- Projet commun avec le FASB (un projet de mise à jour du Topic 946 « Financial Services – Investment Companies » a été publié le 21 octobre)



eurazeo

RICOL  
Lasteyrie  
EXPERT & CONSEIL / FINANCIER

**IMA** Institute of  
Management  
Accountants  
F r a n c e

# Rappel des textes existants

- IAS 27 / IFRS 10:
  - Consolidation obligatoire de toute entité contrôlée
  
- IAS 28 et IAS 31 / IFRS 11 :
  - Possibilité d'exclure du champ de ces normes les « venture capital organisations, or mutual fund, unit trusts and similar entities including investment-linked insurance funds »



# Définition d'une entité d'investissement

- Définition de l'entité d'investissement (critères devant cumulativement être remplis) :
  - a) Activité essentiellement d'investissements multiples dans une perspective de gain en capital et/ou de dividendes [*nature of the investment activity*]
    - L'entité peut rendre des services liés à son activité d'investissement
  - b) Engagement vis-à-vis d'investisseurs sur l'objectif d'investissements multiples dans une perspective de gain en capital et/ou de dividendes [*business purpose*]
  - c) Entité émettant des « unités d'investissement » représentatifs d'un droit proportionnel sur l'actif net [*unit ownership*]
  - d) Existence d'un pool significatif d'investisseurs non liés à un parent de l'entité [*pooling of funds*]
    - Objectif : éviter des structurations (ex. fonds dédiés) qui permettraient de déconsolider certains actifs (BC 16)
    - Possibilité d'investisseur unique s'il répond à la définition d'investment entity (Fonds maître et fonds nourricier)
  - e) Gestion et évaluation de la performance des investissements sur la base de la juste valeur [*fair value management*]
  - f) Information donnée aux investisseurs sur l'activité d'investissement de l'entité

# ED10 – Investment entities

- Impacts comptables
- Business model des sociétés d'investissement – Diversité de situations
- Conséquences :
  - Perte d'information pour les actionnaires et analystes
  - Perte d'un levier de contrôle essentiel
  - Méthodologie de valorisation des actifs
  - Volatilité des résultats
  - Opportunité de pédagogie perdue pour les sociétés
  - Valeur ajoutée des analystes
  - ...



## Articulation avec d'autres normes

- Evaluation obligatoire des investissements contrôlés ou sous influence notable à la juste valeur par résultat (selon IAS 39 ou IFRS 9 et IFRS 13)
  - Exception (§7) pour une filiale réalisant des services ou en cas de prise de contrôle d'actifs reçus en collatéral
- Obligation d'évaluer les immeubles de placement à la juste valeur (selon IAS 40)
- Pas d'articulation avec IAS 39 / IFRS 9 notamment sur possibilité de recours à juste valeur par equity
- Modification d'IAS 28 afin de :
  - Rendre l'exception d'application d'IAS 28 et 31 pour certaines entités, obligatoire et non plus optionnelle
  - Remplacer les termes « venture capital organisations, or mutual fund, unit trusts and similar entities including investment-linked insurance funds » par “investment entities”
- Certaines entités pouvant bénéficier de l'exception actuelle d'IAS 28 et 31 pourraient ne pas répondre à la qualification d'« investment entities »



eurazeo

# Traitement dans les comptes consolidés de la mère

- Re-consolidation obligatoire au niveau de la mère d'une entité, sauf si la mère est elle-même une entité d'investissement
  - Exception de consolidation non maintenue dans les comptes consolidés de la mère
- Divergence avec la position du FASB



# Information en annexe

- Objectif (§9) : fournir l'information permettant aux utilisateurs d'évaluer la nature et l'effet financier de l'activité d'investissement (y compris supports financiers fournis ou restrictions à la remontée de cash)
- Exemples (B19) d'information à fournir :
  - Actif net par action (sur base de juste valeur) début et fin de période, revenus des investissements par action,...
  - Ratios dépenses et revenus des investissements divisés par l'actif net moyen
  - Total return
- Soit laissé aux préparateurs de juger de la redondance de cette information avec celle exigée par d'autres normes (notamment IFRS 7, 12 et 13)



# Transition

- Application prospective (C2) avec ajustement en capitaux propres de l'écart entre l'actif net des entités contrôlées (précédemment consolidés) et la juste valeur de ces entités
- Date d'application non précisée (pour mémoire, IFRS 10 s'applique à compter du 1er janvier 2013 – sous réserve d'homologation par la Commission Européenne)



eurazeo

RICOL  
Lasteyrie  
EXPERT & CONSEIL / FINANCIER

**IMA** Institute of  
Management  
Accountants  
F r a n c e

# Différentes définitions de la juste valeur

- **IASB et FASB :**

- la juste valeur est « *le prix qui serait reçu pour vendre un actif ou payé pour transférer un passif lors d'une transaction normale (« orderly transaction ») entre intervenants du marché (« market participants ») à la date d'évaluation »*
- Il s'agit d'une mesure fondée sur le marché et non d'une mesure spécifique à l'entité

- Définition, qui **réaffirme la primauté du marché**, diffère de celle de **l'IVSC** :

- L'IVSC distingue prix et valeur
- A l'intérieur du concept « valeur », l'IVSC distingue les notions de
  - « market value »
  - « investment value »
  - « fair value » : « estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that properly reflects the respective interests of those parties »

- **IPEV** : une définition proche de celle d'IFRS 13 : « *the price at which an orderly transaction would take place between market participants at the reporting date* »

- En pratique, les guidelines de l'IPEV peuvent conduire à des valeurs différentes de celles d'IFRS 13
- Dans sa réponse à l'ED, l'IPEV a annoncé qu'elle s'attendait à faire des révisions mineures pour incorporer les dispositions d'IFRS 13

# Les guidelines de l'IPEV

- **Dans le cas d'instruments cotés** : prix de marché disponibles dans la mesure où le marché est actif
  - **Bid price** ou point le plus représentatif dans le **spread bid/ask**
  - **Décotes** à prendre s'il existe des restrictions pouvant impacter la valeur
- **Marché non actif ou instruments non cotés** : utilisation d'une ou plusieurs méthodologies :
  - Permettant de déterminer la valeur de l'activité (valeur d'entreprise)
  - En l'ajustant des éléments hors exploitation et de dette financière
  - En prenant en compte tous les instruments plus seniors que ceux détenus par le fonds
  - En répartissant la valeur sur les différents types d'instruments détenus par le fonds
- Reconnaissance de la **nature subjective de l'évaluation** :
  - Fondée sur des prévisions d'activité
  - Tenant compte de l'environnement dans lequel l'entreprise opère et de l'état des marchés
  - Fondée sur l'analogie avec d'autres sociétés
- Recommandation : **prudence dans l'utilisation d'informations publiques sur les autres sociétés**
  - Comparabilité toujours approximative : zone géographique, risque de crédit, devise, volatilité
  - **Jugement** de l'évaluateur qui devra procéder à des ajustements sur les données de marché
- Détermination des méthodes d'évaluation les plus appropriées



# Les différences avec IFRS 13

- **En IFRS 13 :**

- la juste valeur suppose une transaction hypothétique sur le **marché principal** de l'actif ou du passif
- la hiérarchie des méthodes a été remplacée par une **hiérarchie des données d'entrée (« inputs »)**
- la technique d'évaluation à retenir est celle qui apparaît la plus appropriée en fonction des données disponibles en ayant au **maximum recours aux données observables de marché**
- le prix sur un marché non actif sera préféré à la mise en œuvre d'une évaluation

- **Les 3 niveaux :**

- **Niveau 1 :** cours de bourse pour un actif ou un passif identique dans un marché actif
  - Le cours ne doit pas être ajusté sauf événements significatifs intervenus entre la clôture du marché et la date d'évaluation
  - Aucune décote de taille ne peut être prise en compte
 L'ajustement à apporter s'il est significatif peut conduire à dégrader le niveau de l'input
- **Niveau 2 :** données observables directement ou non
  - cours de bourse pour un actif similaire dans un marché actif
  - cours de bourse pour un actif identique sur un marché inactif
  - autres données (taux d'intérêts, courbe des taux, volatilité, redevances ...)
  - données qui sont corroborées par des données observables de marché par corrélation ou par d'autres moyens (multiples, régressions...)
- **Niveau 3 :** données non observables
  - ce niveau inclut les données propres à l'entité et les données de marché historiques (volatilité)

## Les différentes méthodes d'évaluation

- **Selon l'IPEV** : l'évaluateur doit exercer son jugement pour déterminer la méthodologie d'évaluation la plus appropriée
  - Les valeurs déterminées sur la base de données de marché devraient être plus fiables
  - Dans certains cas, données de marché doivent être ajustées (secteur d'activité, qualité des données disponibles, stade de développement de l'entreprise, capacité à maintenir un certain niveau de profit ou de cash flow)
  - Ces ajustements ne réduisent pas forcément la fiabilité de l'estimation
- Les méthodes usuelles :
  - **Prix issus de transactions récentes sur l'actif**
  - **Multiple**
  - **Actif net**
  - **Flux futurs actualisés (générés par l'entreprise)**
  - **Flux futurs actualisés (reçus par le fonds)**
  - **Approches généralement retenues dans le secteur**
- **Selon l'IASB** : déterminer les **techniques d'évaluation les plus appropriées** en prenant en compte la disponibilité des données représentatives d'hypothèses que les intervenants de marché retiendraient :
  - **L'approche de marché**
  - **L'approche par les revenus**
  - **L'approche par les coûts**



# Les différentes méthodes d'évaluation

- **Pour les deux référentiels :**

- Parfois, une seule méthode d'évaluation peut être appropriée (cours sur un marché actif pour des actifs identiques)
- Si approche multicritère : analyse de la vraisemblance des fourchettes de valeurs obtenues

- Le principe de **permanence des méthodes** s'applique aux techniques de valorisation utilisées

- En IFRS 13, lors de la **comptabilisation initiale** :

- Vérifier que le prix de transaction est une juste valeur. **Le prix de transaction peut ne pas représenter la juste valeur** d'un actif ou d'un passif lors de la comptabilisation initiale **dans les situations suivantes** :
  - la transaction est effectuée entre parties liées
  - la transaction se produit sous la contrainte et le vendeur est obligé d'accepter le prix
  - l'unité de compte de la transaction est différent de l'unité de compte de l'actif ou du passif évalué à la juste valeur
  - le marché sur lequel la transaction a été effectuée est différent du marché principal de l'actif (par exemple, un marché de gros par rapport à un marché de détail)
- Si **l'actif doit être ultérieurement évalué sur la base d'une méthode** faisant intervenir des données non observables, cette méthode doit être calibrée de façon à ce que le résultat obtenu à la date de transaction égale le prix de transaction

# Juste valeur et approche de marché

- **L'approche de marché selon IFRS 13 :**

- en premier lieu : cotation de l'actif ou du passif
- multiples de marché : déterminés sur la base d'un échantillon de sociétés comparables
  - Le prix de la transaction peut parfois être directement utilisé
  - Le plus souvent, les transactions permettent de déterminer des **multiples caractéristiques** :
    - ✓ ajustements parfois nécessaires sur le prix
    - ✓ agrégats historiques pas forcément pertinents
    - ✓ agrégats estimés : risque de dégradation en niveau 3 (même si larges consensus d'analystes)
  - Matrix pricing : technique mathématique utilisée pour valoriser les titres à revenu fixe (obligations)

- **Approches IPEV plus ciblées :**

- Prix de transaction : privilégié dans le cas de start up et de sociétés en développement
- Si derniers tours trop anciens : multiples de sociétés ou transactions comparables
  - Méthode appropriée dans le cas de sociétés qui génèrent déjà des flux significatifs dans un secteur où il existe des sociétés comparables
  - Problème de comparabilité de l'agrégat retenu
  - Zones d'ajustements potentiels, qui augmentent la fiabilité de l'évaluation
- Si pas de comparables : références sectorielles spécifiques (milestones financiers et techniques)



# Juste valeur et autres approches

- **Actif net :**

- cité par l'IPEV : pour les sociétés qui ont un bilan
- IFRS 13 parle de l'approche par les coûts (pour les immobilisations corporelles)

- **Flux futurs actualisés de l'entreprise :**

- IPEV : Méthode subjective en raison des multiples hypothèses nécessaires et de l'extrême sensibilité de la valeur à ces hypothèses
- Utilisation à titre de recoupement (IPEV)
- En IFRS : niveau 2 ou 3, selon les données utilisées

- **Flux futurs actualisés revenant au détenteur de l'instrument :**

- Pertinent selon l'IPEV notamment pour les instruments autres que les actions

- **Références aux milestones du secteur (IPEV) :**

- Prix du lit, prix au m2, prix à l'abonné
- Dans les sociétés qui développent une technologie : milestones en fonction du stade d'avancement



# La juste valeur pour les investissements contrôlés ?

- Postulat IFRS : la juste valeur est une **valeur de marché dont la meilleure représentation est le cours coté**
  - **Même dans le cas d'un marché inactif, l'objectif de l'évaluation est le même** : déterminer le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif lors d'une transaction non forcée et dans les conditions actuelles de marché
  - Le prix sur un marché inactif est réputé donner une meilleure information qu'une valeur calculée
  - Il n'est ainsi pas possible de prendre en compte l'intention du management de détenir l'actif sur une durée longue



**Aucune pertinence du modèle juste valeur (au sens IFRS 13, c'est-à-dire valeur de marché) pour les actifs contrôlés que l'entité a l'intention et les moyens de porter sur le long terme**

- **Si le business model est celui d'une gestion en valeur de marché :**
  - La crise financière l'a récemment démontré, les marchés financiers ne sont pas toujours efficaces
    - Manque de transactions
    - Variation substantielle des cours dans le temps ou entre teneurs de marché
    - Augmentation des primes de risque, de liquidité...
    - Augmentation du *spread bid-ask*
    - Baisse significative des nouvelles émissions (marché primaire) concernant l'actif ou le passif
  - En pratique, de nombreux ajustements nécessaires sur les transactions ou les prix cotés
    - Ajustements qui dégradent le niveau de juste valeur

# Fair value

- Une science approximative
  - Différences de méthodologies
  - Difficultés à trouver des comparables
  - Efficience des marchés ?
- Une très forte volatilité intrinsèque
  - Échantillon forcément réduit
  - Facteurs exogènes
- Quel horizon de temps pertinent ?



# En guise de conclusion

- IFRS 13 **confirme la prééminence de la vision bilantielle** sur la vision compte de résultat
  - Les normes comptables ont-elles un rôle à jouer en matière d'évaluation des actifs et des passifs ?
  - Pour de nombreux praticiens, le compte de résultat demeure le premier instrument de suivi de la performance opérationnelle et de création de valeur
- **Pistes de réflexion non prises en compte à ce stade :**
  - Tenir compte de la maturité du passif dans l'appréciation de la juste valeur des actifs financés grâce à ces passifs
    - Une entité qui aurait financé ses actifs grâce à des passifs de longue maturité serait capable de porter ces actifs sur une période longue
  - Ne pas déconnecter le débat sur la juste valeur du débat sur la présentation de la performance de l'entreprise (au-delà de la simple information en annexe) :
    - Dans le cas d'entités contrôlées que veut-on reconnaître en résultat?
    - Isoler les résultats latents constatés sur des marchés illiquides de ceux constatés sur des marchés actifs
    - Isoler au sein du compte de résultat (voire ne pas reconnaître) les résultats latents issus de variation de justes valeurs calculées sur la base d'inputs de niveau 3
  - En cas de marché inactif : ne faut-il pas se déconnecter du marché ?
    - La fair value n'est-elle pas alors une « investment value » ? (sauf vente forcée)



# Autres conséquences

- Quel périmètre pour :
  - le suivi des risques ?
  - le rapport du Président sur le contrôle interne ?
- Impacts sociaux
  - Intéressement
  - ...
- Articulation comptes sociaux / comptes conso



eurazeo

RICOL.  
Lasteyrie  
EXPERT & CONSEIL / FINANCIER

**IMA** Institute of  
Management  
Accountants  
F r a n c e

Ricol  
Lasteyrie  
EXPERT & CONSEIL / FINANCIER



**IMA** Institute of  
Management  
Accountants  
F r a n c e

Ricol Lasteyrie  
2 avenue Hoche - 75008 Paris  
Tel : 01 44 15 15 15

Eurazeo  
32 rue de Monceau - 75008 Paris  
Tel : 01 44 15 01 11

---

Contacts :

Sonia Bonnet-Bernard / Ricol Lasteyrie 01 44 15 25 18

Philippe Audouin / Eurazeo 01 44 15 89 32