

## ► Réglementation | AIFM : quand « deux tu l'auras » valent mieux qu'un tiers



Cyril Demaria, auteur de « Introduction to private equity », Coll. The Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, juin 2010, et de « Introduction au private equity », 3<sup>e</sup> éd., Revue Banque, septembre 2010.

**A vouloir répondre à la problématique complexe de la valorisation en nommant un tiers de valorisation, les autorités européennes ont appliqué une méthode bureaucratique qui manque son objectif : résoudre les questions liées à l'alignement d'intérêts et à la transparence, sans**

**prendre en compte des problèmes spécifiques au private equity et les coûts que ce tiers implique.**

**A** l'heure des négociations visant à rapprocher les deux versions du projet de Directive européenne relative aux gérants de fonds alternatifs (AIFM), le contenu de certaines clauses reste vague. Le cas du tiers de valorisation est à cet égard emblématique. Les autorités européennes ont choisi de ne pas toucher aux méthodes d'évaluation des fonds proprement dites, mais de demander à un tiers de se prononcer. Or, sa légitimité est sujette à caution. Tout d'abord, ce tiers aura nécessairement une connaissance des participations moins fine que le gérant. L'asymétrie d'information jouera en faveur du gérant et le rôle du tiers sera de facto réduit à une obligation de moyens : il se bormera à vérifier que la méthode est appliquée de manière cohérente et uniforme – pas qu'elle est juste. Les conséquences juridiques sont en effet bien trop importantes pour qu'un tiers assume la responsabilité de valoriser un portefeuille où seul le gérant est capable de faire une analyse fondée. Ensuite, le tiers ne résoudra pas le problème des inadéquations de valorisation d'une même participation d'un fonds à l'autre. Sauf à ce qu'il soit tiers de valorisation commun à ces différents fonds, comment pourrait-il y parvenir ?

De la même manière, les gérants produisent désormais non plus une mais deux, voire trois valeurs (conservatrice, raisonnée et optimiste) de leurs portefeuilles. L'avènement d'un tiers va-t-il dupliquer ces valeurs ?

### **L'enjeu : les méthodes de valorisation**

La question de la valorisation des portefeuilles aurait mérité d'être approfondie. En effet, la valeur liquidative des fonds calculée par les gérants sert, d'une part, d'assiette de calcul de la rémunération des gérants en période de désinvestissement. D'autre part, elle sert à communiquer une performance approchée pour lever les fonds ultérieurs, en attendant de connaître la valeur finale une fois le fonds liquidé. L'enjeu de ces valeurs intermédiaires est donc doublement déterminant. C'est ce qui explique qu'au terme d'un intense lobbying, les gérants de fonds de méga

sujet est-il débattu. Ensuite, elles ignorent une des questions clés : la liquidité. Le fait que les portefeuilles de private equity soient par nature illiquides aurait dû les inciter à accorder un traitement spécifique à la valorisation. La fiction d'une liquidité immédiate du portefeuille est en effet encore plus difficile à justifier après la crise de 2007-2009.

### **Coût sans bénéfice**

Ce tiers de valorisation sera un coût sans bénéfice évident. Cette disposition incitera probablement les gérants à recourir à des logiciels certifiés, sans que la pertinence de ces outils ne soit démontrée. L'application de méthodes indifférenciées par des techniciens non spécialistes ne peut qu'aggraver l'incompréhension des investisseurs. L'expertise, non pas de tiers de valorisation, mais bel et bien de spécialistes du métier, serait nécessaire pour bâtir des modèles de liquidité, de cycles et

## La légitimité de l'évaluateur indépendant voulu par la Directive demeure sujette à caution.

et large LBO ont infléchi les méthodes retenues par les associations professionnelles. Depuis 2007, la méthode de valorisation est en effet l'équivalent de valeur de marché (fair market value). La méthode abandonnée était, avant tout, fondée sur la prudence. La nouvelle, qui repose sur l'évolution de ses comparables cotés, a démontré tout le risque que cela implique lorsque le marché chute fortement... et son inadaptation pour valoriser les portefeuilles des fonds de capital-risque, par exemple.

### **Les actes manqués : transparence et liquidité**

Les autorités européennes ont botté en touche avec ce tiers de valorisation sur la question de la transparence de la valorisation. Les Etats-Unis affrontent la question depuis *CalPERS vs San José Mercury News*, en 2004, sans avoir trouvé de réponse satisfaisante... mais au moins le

de scénarios. En outre, cela présenterait l'avantage de pouvoir répondre aux enjeux liés au secondaire : en effet, le tiers de valorisation pourrait être tenté de prendre une « valeur de marché » non plus approchée par calcul de comparables, mais en regardant les éventuelles transactions opérées sur les actifs. Pour se défaire de ce réflexe, c'est à une analyse proche de celle qui prévaut pour les ratios prudentiels et de solvabilité des banques (tirés des réglementations issues de Bâle II/III et de Solvabilité II) que devraient se consacrer les gérants et les autorités. Ce n'est donc pas le moindre des paradoxes de cette directive que de créer des incertitudes à venir quant à la lecture des performances des fonds ; créer un facteur de risque opérationnel supplémentaire (et donc un coût prudentiel) et augmenter les coûts de fonctionnement en période budgétaire contrainte. ■