

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°18 – 1er trimestre 2017

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Etude 2016 sur les acteurs du capital développement
Page 2
- Start-ups FinTech : tendance de fond ou tendances de fonds
Page 7
- Différences de valorisation constatées selon le profil de l'acquéreur.
Page 13
- Evaluation de titres de sociétés non cotées
Page 15
- Attention aux faux amis en évaluation
Page 21

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Le développement important du monde des « techs » (biotechs, fintechs,...) met en avant des business models qui présentent plusieurs caractéristiques: business models basés sur l'innovation, évolution très rapide des technologies, prime au 1^{er}, prime à la taille, évolution du comportement des acteurs classiques (ex : banques,...), qui révolutionnent les marchés.

En pratique, et même si dans certains cas les délais de développement sont un peu plus longs que prévus (time to critical size),..., il n'en reste pas moins que ces phénomènes de digitalisation et d'uberisation induisent des changements en profondeur des comportements des clients, que les acteurs traditionnels ne peuvent pas / plus ignorer.

Dans ce contexte, on s'aperçoit que les évaluations de secteurs traditionnels doivent intégrer cette dimension dans l'analyse des perspectives (risque d'ubérisation, ...). On constate également que les primes stratégiques sont de plus en plus importantes, notamment pour certains profils d'acquéreurs, qui ne sont pas justifiées / justifiables par les méthodes habituelles d'évaluation. Les acteurs financiers historiques, qui ont du mal à faire évoluer leurs business models, pour des raisons évidentes (impacts sociaux, ...) sont prêts à payer des sommes importantes pour acquérir certaines « techs ». Ce rapprochement est d'autant plus naturel, qu'un bon créateur n'est pas nécessairement un bon manager.

Plus que jamais, une évaluation ne se résume pas à une analyse financière, ni à des formules magiques. Le diagnostic stratégique est essentiel, quelque soit le contexte, y compris dans les secteurs traditionnels, et en particulier chaque fois qu'il n'existe pas (ou peu) de comparables : évaluation des PME non cotées, évaluation des fintechs, ... Plus l'enjeu stratégique et le facteur innovation sont importants, plus la compréhension des « cash-drivers » est critique, et plus on se rapproche d'une notion de prix / droit d'entrée et non de valeur intrinsèque.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,
Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

ETUDE 2016 SUR L'ACTIVITE DES ACTEURS DU CAPITAL DEVELOPEMENT

Françoise MECHIN – associée GRANT THORNTON, et membre d'A3E

La 27^{ième} édition de l'étude de l'AFIC sur l'activité des acteurs français du capital investissement, réalisée en partenariat avec Grant Thornton, dresse le bilan de l'excellente année 2016.

Environ 14,7 Mds€ de capitaux ont été levés par des fonds français au cours de l'année écoulée, soit une croissance de 51% par rapport à 2015.

Près de 12,4 Mds€ ont été investis au capital de 1893 sociétés dont 85% d'entreprises françaises.

Enfin, près de 1 400 entreprises ont fait l'objet d'une opération de désinvestissement, le plus haut niveau atteint au cours des 10 dernières années.

1) Bilan des levées 2016 : une forte croissance des fonds levés

L'année 2016 a été marquée par une forte accélération des levées de fonds, avec près de 5,0 Mds€ supplémentaires levés par rapport à 2015. Cette croissance de 15% a notamment été portée par un fort développement des levées supérieures à 200 M€, qui totalisent près de 5,9 Mds€ d'augmentation, permettant ainsi d'absorber le léger recul des autres catégories :

Répartition des fonds levés par catégorie

Données en M€ Source: AFIC, GT.	Montants levés par catégorie				Nb de véhicules d'invest.				Ticket moyen par levée			
	2 015	2 016	Var. M€	Var. %	2 015	2 016	Var. M€	Var. %	2 015	2 016	Var. M€	Var. %
< 20 M€	614	710	96	16%	89	119	30	34%	7	6	(1)	(14)%
de 20M€ à 50M€	909	1 070	161	18%	27	33	6	22%	34	32	(1)	(4)%
de 50M€ à 100M€	1 129	1 028	(101)	(9)%	19	14	(5)	(26)%	59	73	14	24%
de 100M€ à 200M€	2 089	993	(1 096)	(52)%	14	7	(7)	(50)%	149	142	(7)	(5)%
de 200M€ à 1 Md€	4 970	6 774	1 804	36%	13	22	9	69%	382	308	(74)	(19)%
> 1 Md€	-	4 116	4 116	n.a.	-	1	1	n.a.	n.a.	4 116	n.a.	n.a.
Total de l'année	9 712	14 691	4 979	51%	162	196	34	21%	60	75	15	25%

On observe en effet trois grandes tendances sur l'évolution des levées de fonds en 2016 :

- **Les levées de moins de 50 M€** connaissent une progression modérée, avec un montant global en hausse de 16 à 18%. L'augmentation simultanée du nombre de véhicules concernés conduit toutefois à une apparente diminution des tickets moyens (env. -1 M€) ;

- **Les levées de taille moyenne de 50 à 200 M€**, et en particulier celles de 100 à 200 M€, sont les seules à connaître un ralentissement, tant au niveau du montant des fonds levés que du nombre de véhicules impliqués ;
- **Les levées de plus de 200 M€** progressent de manière très significative, avec plus de 5,9 Mds€ d'augmentation cumulée sur un an. Il convient cependant de noter qu'une part conséquente de cette progression est due à un véhicule en particulier ayant levé plus de 4,1 Mds€ sur l'exercice ;

Cette évolution différenciée traduit le retour sur le marché d'acteurs restés en retrait les années précédentes. On constate ainsi que si tous les profils d'investisseurs progressent en 2016, les banques (+108%) et les mutuelles d'assurance (+92%) se détachent particulièrement au niveau des souscriptions. Elles sont suivies par les fonds de fonds, fonds souverains et family offices :

Levées par type de souscripteurs et origine des fonds

Données en M€ Source: AFIC, GT.	2 015			2 016			Variation totale	
	France	Etranger	Total	France	Etranger	Total	en M€	en %
Mutuelles, compagnies d'assurance	1 328	260	1 588	2 134	920	3 054	1 466	92%
Fonds de fonds	895	1 176	2 071	1 082	1 713	2 795	724	35%
Secteur public, fonds souverains	2 050	387	2 437	951	1 752	2 703	266	11%
Family offices / Personnes physiques	1 608	189	1 797	1 903	310	2 213	416	23%
Caisses de retraite	85	522	607	174	1 590	1 764	1 157	191%
Banques	550	130	680	1 293	123	1 416	736	108%
Industriels	319	45	364	252	115	367	3	1%
Autres	168		168	378		378	210	125%
Total	7 003	2 709	9 712	8 168	6 523	14 691	4 979	51%

Ce retour en force des banques et mutuelles de toutes nationalités semble mettre en exergue l'attractivité de la France comme destination d'investissement puisque 77% de la hausse des fonds levés correspond à des capitaux étrangers, principalement européens.

Cette évolution conduit à réduire la part des souscripteurs hexagonaux à 56% en 2016 contre près de 72% en 2015 (moyenne 10 ans à 63%), et permet d'établir un nouveau record de capitaux levés auprès d'investisseurs étrangers par des fonds français sur ces dix dernières années.

2) Utilisation des fonds levés : un investissement 2016 proche du record atteint en 2007

Les fonds investis ont augmenté pour la quatrième année consécutive en France, atteignant à fin 2016 le total de 12,4 Mds€, soit 15% de plus qu'à fin 2015 et seulement 0,2 Mds€ de moins que le record atteint au cours de l'année 2007 :

Répartition des fonds investis par taille de tickets

Données en M€ Source: AFIC, GT.	Montants investis par catégorie				Nb d'entreprises financées				Ticket moyen			
	2 015	2 016	Var. M€	Var. %	2 015	2 016	Var. M€	Var. %	2 015	2 016	Var. M€	Var. %
< 1 M€	307	314	7	2%	850	954	104	12%	0,4	0,3	(0,0)	(9)%
de 1M€ à 5M€	1 126	1 340	214	19%	497	582	85	17%	2,3	2,3	0,0	2%
de 5M€ à 15M€	1 518	1 672	154	10%	192	205	13	7%	7,9	8,2	0,2	3%
de 15M€ à 50M€	1 993	2 666	673	34%	75	99	24	32%	26,6	26,9	0,4	1%
de 50M€ à 100M€	1 026	2 021	995	97%	14	29	15	107%	73,3	69,7	(3,6)	(5)%
> 100M€	4 780	4 382	(398)	(8)%	17	24	7	41%	281,2	182,6	(98,6)	(35)%
Total de l'année	10 750	12 395	1 645	15%	1 645	1 893	248	15%	6,5	6,5	0,0	0%

Ce sont essentiellement les petits tickets qui portent la croissance des investissements. En effet, 81% des entreprises financées reçoivent moins de 5 M€, soit une légère progression par rapport à 2015 :

Répartition des fonds investis en 2015 et 2016 par ticket



Parallèlement à cette augmentation continue des montants investis, le nombre d'entreprises ayant bénéficié d'un nouveau financement a lui aussi progressé de 15% par rapport à 2015, si bien que le ticket d'entrée moyen reste inchangé d'une année sur l'autre.

On observe par ailleurs une diminution progressive de la part des réinvestissements, qui passe de 54% à 46% en l'espace d'une année seulement, ce qui semble dénoter une liquidité accrue du *private equity*. Notons enfin l'intérêt confirmé des fonds pour les entreprises françaises comme choix d'investissement, puisque 85% des 1 893 entreprises soutenues sont françaises, et 10% européennes.

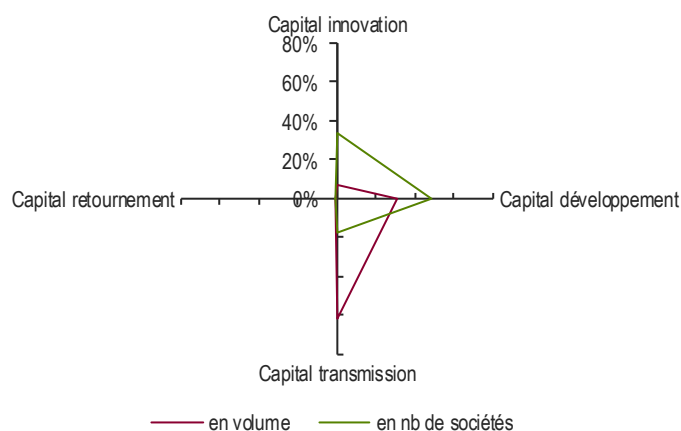
En termes de secteurs d'activité cibles, les secteurs phares de 2015 changent peu à l'exception notable des investissements dans le secteur des services & transports, en recul de 77% sur l'exercice, passant de 2,6 à 0,6 Mds€ de fonds investis :

Répartition sectorielle des investissements 2015 et 2016

Données en M€ Source: AFIC, GT.	2 015			2 016			Variation totale	
	Montant	Nb	Total	Montant	Nb	Ticket	en M€	en %
Biens & services industriels et chimie	2 622	258	10,2	3 455	450	7,7	833	32%
Biens de services et consommation	1 230	220	5,6	3 384	375	9,0	2 154	175%
Médical & biotechnologies	1 082	225	4,8	1 911	268	7,1	829	77%
Informatique & numérique	1 751	401	4,4	1 873	474	4,0	122	7%
Télécommunications & communications	575	60	9,6	629	62	10,1	54	9%
Services financiers et de transport	2 626	305	8,6	595	102	5,8	(2 032)	(77)%
BTP Construction	274	59	4,6	236	52	4,5	(39)	(14)%
Energie	252	65	3,9	188	62	3,0	(65)	(26)%
Autres	338	52	6,5	126	46	2,7	(213)	(63)%
Total	10 750	1 645	6,5	12 395	1 893	6,5	1 645	15%

Enfin, la typologie des fonds soutenant les investissements détaillés ci-dessus varie peu :

Répartition des investissements par métier (2014 - 2016)



A noter, en raison d'une année 2016 exceptionnelle en termes de levées de fonds, les prévisions d'affectation laissent transparaître un potentiel renforcement du capital-transmission en 2017, notamment aux dépens du capital-développement.

3) Etat des désinvestissements 2016 : retour au plus haut niveau observé depuis 10 ans

Les niveaux de désinvestissements atteints en 2016 sont en hausse de 14% par rapport à 2015, en nombre de sociétés (37% en coût historique), en cohérence avec la croissance continue des niveaux d'investissements observée sur les dernières années.

L'évaluation au coût historique de ces désinvestissements revient ainsi à un niveau proche de celui de 2014 (9,3 Mds€), qui correspond au plus haut niveau observé au cours des dix dernières années.

Les opérations de 2016 ont peu influencé l'importance relative des acheteurs depuis 2015 :

Répartition des opérations de désinvestissements par acheteurs en 2015 et 2016

Données en M€ Source: AFIC, GT.	2 015			2 016			Variation totale	
	Montant	Nb*	Total	Montant	Nb*	Ticket	en M€	en %
Industriels	1 280	249	5,1	2 314	240	9,6	1 034	81%
Sociétés de capital - invest.	1 945	189	10,3	3 178	176	18,1	1 233	63%
Management	626	233	2,7	1 289	264	4,9	663	106%
Cession de titres cotés	929	176	5,3	516	169	3,1	(413)	(44)%
Institutions financières	198	26	7,6	145	35	4,1	(53)	(27)%
IPO	326	11	29,6	3	8	0,4	(323)	(99)%
Remboursement	832	321	2,6	1 279	494	2,6	448	54%
Perte	383	143	2,7	237	139	1,7	(146)	(38)%
Total	6 518	1 348	4,8	8 961	1 525	5,9	2 443	37%

* certaines entreprises ont été comptées plus d'une fois lorsqu'elles ont fait l'objet de désinvestissements sous plusieurs formes la même année.

Les sociétés de capital-investissement restent donc les premiers acheteurs en volume sur les opérations de désinvestissements, tout comme en 2014 et 2015. On observe en revanche que les managers deviennent premiers acquéreurs en nombre devant les industriels pour l'année écoulée.

Start-ups FinTech : tendance de fond ou tendances de fonds ?

Mathieu VIALLARD – Directeur des investissements – AXELEO

S'il y a bien un sujet qui alimente les longs débats entre les venture capitals (VC), les start-ups, les étudiants en Evaluation et Transmission d'Entreprises et qui excite les journalistes c'est bien celui de la valorisation des startups.

Entre fantasmes et réalités, multiples d'entrées et multiples de sorties, prix facial et actions de préférence, la vérité est souvent « entre les deux », à la fois imparfaite mais suffisamment satisfaisante pour que fondateurs, managers et investisseurs avancent et se concentrent ensuite sur l'opérationnel.

Après 30 à 50% de temps passé sur un « roadshow » VC, il faut se replonger à 200% sur la feuille de route, qui très souvent se retrouve décalée.

Parce que oui, le « vrai » travail d'une start-up est d'exécuter une stratégie, développer un produit, le vendre en cherchant la rentabilité et non pas de lever des fonds, n'en déplaisent à certains entrepreneurs... Le cash n'est qu'un moyen et non une fin.

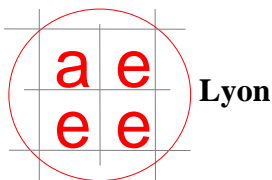
Comme tout débat, cette discussion sur la valorisation est teintée de visions, prismes et historiques différents entre les parties prenantes, pour la simple raison qu'il n'y a (malheureusement) pas de formule mathématique que l'on pourrait appliquer pour définir la valorisation de start-up.

Comme toute discussion, elle doit être analysée dans son contexte, par rapport à un secteur d'activité, à un vertical, à un modèle économique et une intensité concurrentielle.

Et surtout *last but not least*, la réussite d'une levée de fonds et le niveau de valorisation est fonction de son équipe de management, son *track record* et sa capacité à franchir avec succès les étapes futures (« milestones » comme disent les Vici !).

Dans cet article, nous tenterons de mettre l'accent et d'adapter notre analyse aux startups Fintech.

La notion de Fintech désigne les sociétés qui utilisent la technologie pour repenser les services financiers (peer-to-peer, désintermédiation, gestion à distance, e-documents) et améliorer leurs processus internes (relations clients, analyse risque, fabrication de nouveaux produits...).



Nous entendons par Fintech : l'innovation technologique (ex : algorithme d'intelligence artificielle pour analyser le risque) ou d'usage (financement par une plateforme de crowdfunding/lending vs le passage par une banque). Gardons en tête ces deux typologies de sociétés Fintech : **start-ups technologiques** ou **start-ups « plateformes »** créant une désintermédiation, un changement de business model ou de positionnement.

Certes cet univers nous semble en pleine expansion et est exploré par des grands groupes bancaires ou mutualistes qui multiplient les collaborations ou les investissements avec certaines start-ups du domaine (pas toujours avec succès¹), mais le nombre de deals VC reste limité en France (une vingtaine en 2015, légèrement plus en 2016 mais inférieur à 30).

Pourquoi ?

- parce que l'écosystème (journalistique principalement) s'est emballé plus rapidement que le nombre de sociétés sérieuses / viables,
- parce que tellement de secteurs avaient déjà été chamboulés par le numérique (« food », transports, voyages...), alors la banque et les services financiers **devaient** devenir des candidats naturels au buzzword des dernières années : UBERISATION...

C'était sans prendre en compte un contexte où le produit, au centre de l'innovation (la gestion, l'investissement...), est sensible aux yeux des utilisateurs finaux, où les délais de décisions des partenaires sont plus lents et où les freins administratifs sont plus nombreux.

A juste titre, un choix de produit pour son équipe interne ou ses clients peut avoir des conséquences désastreuses dans un contexte hyperconcurrentiel des services financiers.

Le time to « critical size » de l'uberisation dans le domaine financier est et sera moins rapide que dans d'autres domaines où le risque est plus faible pour le partenaire ou le client.

En commandant sur Deliveroo, mon risque est limité à une mauvaise qualité pour 12€ de panier moyen ; alors qu'en utilisant au quotidien une banque en ligne (l'ancêtre de la Fintech !), en prêtant 5000€ sur une plateforme de crowdlending ou en analysant/créant mes indices de gestion d'actifs sur une nouvelle plateforme, les enjeux sont bien plus critiques.

De ce fait, le temps de réflexion, de test, d'analyse des références, d'autorisation administrative est plus long, entraînant donc un niveau plus élevé de « time to critical size » nécessaire pour considérer la start-up comme un succès (surtout les Fintech « plateformes »).

¹ voir « l'affaire » Morning vs MAIF

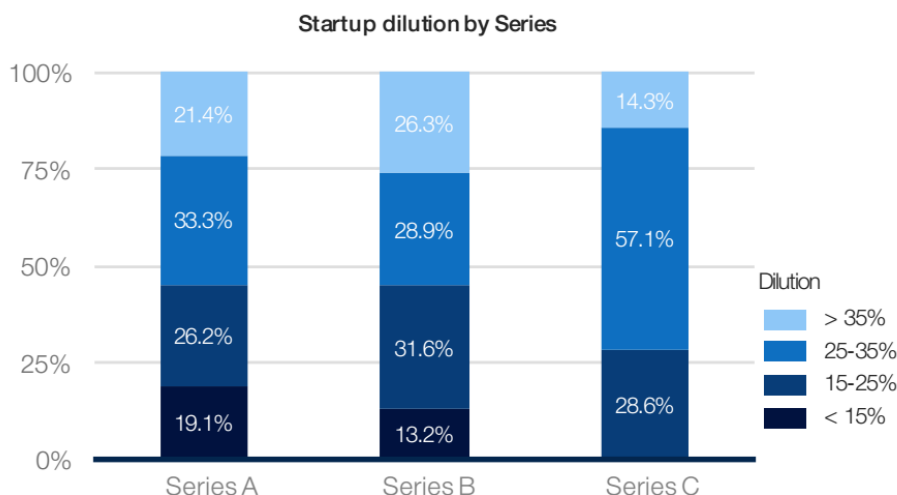
Néanmoins, la tendance Fintech est réelle et l'écosystème continue sa structuration avec notamment de plus en plus de fonds orientant tout ou partie de leur politique d'investissement à destination de ce secteur d'activité (voir les deals nombreux de Kima Venture, Xange et Partech, les fonds levés ou en cours de New Alpha AM, BlackFin Capital) ainsi que des incubateurs / accélérateurs qui aident les jeunes pousses à affiner leurs projets et gagner en maturité (Level39 ou Barclays-Techstars à Londres, l'Atelier by BNP à Paris).

A la recherche de la formule magique

A la différence de l'évaluation de sociétés plus matures qui obéit à des notions de calculs plus précises basées sur des agrégats économiques et comptables et bénéficiant de références marchés, d'historiques de chiffres et de comportements du dirigeant, l'évaluation de start-ups demeure un jeu de funambule. Néanmoins les pratiques de marché orientent de plus en plus les discussions et permettent de dessiner des « fourchettes acceptables » de valorisation.

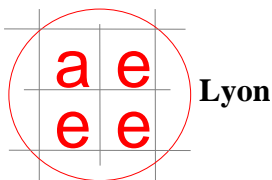
La « pratique de marché » simpliste mais réelle d'un tour de table VC consiste à prendre une part *d'equity* autour d'un tiers du montant recherché. Cette pratique du 1/3-2/3 impliquant que si vous recherchez 1M€, votre valorisation pré-monnaie serait proche de 2M€ (si vous arrivez à lever !).

L'analyse d'Avolta Partners² sur les deals VC en 2015 démontre que ce chiffre est réel avec une dilution médiane de 27,9% lors d'un tour de table :



Ensuite, si nous tentons d'analyser plus finement les éléments constitutifs d'une valorisation, nous pourrions prendre la formule explicitée par l'étude d'Avolta:

² http://www.avoltapartners.com/lev%C3%A9e_de_fonds/presentation-de-venture-transaction-multiples/



$$Valuation(startup) = a\{sector ; business_model\} + b\{team ; product ; competition ; equity_story\}$$

with "a" based on revenue & ecosystem analysis (Transaction Multiple approach)
with "b" based on other driver analysis (qualitative approach)

Nous ne détaillerons pas ici toutes les caractéristiques du prix mais plutôt celles qui peuvent être amenées à jouer une différence dans notre analyse des startups Fintech : secteur et business model et *competition*.

L'équipe et l'equity story (qui sont des sujets que j'affectionne particulièrement) ne seront malheureusement pas traités, parce que le secteur de la FinTech ne diverge pas sur ces aspects par rapport aux start-ups des autres secteurs.

SECTEUR ET BUSINESS MODEL

2 types de business models coexistent dans les start-ups Fintech :

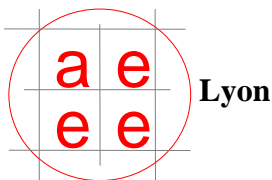
- **La commission sur les flux** : adaptée aux start-ups « Plateformes » qui prennent un pourcentage à l'utilisation, la mise en relation ou un coût moyen annuel, comme Lemonway (plateforme de paiement pour Marketplace - France), Gocardless (prélèvement bancaire automatisé par carte bancaire- UK), Auxmoney (plateforme de prêt entre particuliers – Allemagne),
- **L'accès à la technologie** : un business model basé sur le produit technologique. C'est le cas pour les start-ups fournissant un service via un logiciel loué en mode SaaS - software as a service, ou une composante technologique licenciée au nombre d'utilisateurs (brique d'intelligence artificielle ou utilisation de la « blockchain » par exemple).

Nous pouvons citer les français de Shift Technology qui proposent une offre d'analyse Big Data de la fraude vendue en mode SaaS, ou Blockchainiz qui simplifie la connexion des banques et assurances aux processus « Blockchain ».

Multiples de valorisation

Même si le taux moyen de commission reste assez faible, autour de 5%, les multiples d'entrée constatés en 2015 se situent entre 10 et 25 fois le total des commissions perçues avec un point médian à 15x. Notons que ces opérations ont respecté une médiane de dilution de 30,3%, donc assez proche de la règle des 1/3 – 2/3 explicitée précédemment.

Concernant les start-ups plus « tech », elles sont donc très souvent sur un business model de licences facturées chaque mois en fonction du nombre d'utilisateurs : le fameux MRR - monthly recurring revenue- des business SaaS. Cette fois, que l'on soit en face de solutions à destination des médias, du logiciel d'entreprise ou du domaine bancaire, **les multiples sont assez connus et se situent entre 4,5 et 6,5 fois le chiffre d'affaires annuel en fonction du taux de croissance mensuel.**



Ces « multiples » à l'entrée sont-ils identiques au moment de la sortie ?

Il n'y a encore que trop peu de FinTech qui ont enregistré des sorties ces dernières années pour atteindre une population mère suffisante. Néanmoins tentons de prendre l'exemple de Leetchi, repris par le Crédit Mutuel Arkéa fin 2015.

Leetchi a développé deux produits sur le même concept de monnaie électronique. La très célèbre cagnotte en ligne très pratique pour organiser des cadeaux en commun et un produit « B2B » Mangopay, utilisant l'Etablissement de Monnaie Electronique de la startup (EME), permettant aux e-commerçants d'encaisser de l'argent pour le compte de tiers.

Crédit Mutuel Arkéa a valorisé Leetchi autour de 60M€ lors de l'acquisition³ alors que la start-up revendiquait 100 million d'euros de collecte l'année précédente. En reprenant un taux de commission moyen autour de 5%, nous pouvons imaginer que Leetchi engrangeait 6 à 7m€ de chiffre d'affaires (en prenant un effet croissance) au moment de la cession. **Le prix de sortie matérialisait alors un multiple de commission autour de 9,2, soit en dessous des prix constatés aujourd'hui sur les valorisations des tours de financement.**

Pourquoi alors le multiple d'entrée serait-il plus élevé aujourd'hui ?

COMPETITION...

Lorsque 360 Capital et Kima Ventures entrent au capital de Leetchi en Février 2010 pour le premier tour institutionnel de 600K€, ni le communiqué de presse officiel, ni aucun site n'évoque le terme FinTech⁴, tout simplement parce qu'il n'existait pas !

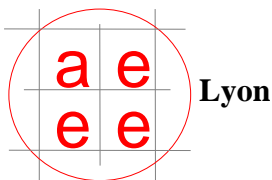
Deux éléments ont poussé l'éclosion de la FinTech :

- Le « golden-rush » du capital risque : basé sur des success stories extraordinaires à dimension internationale (Criteo et Blablacar en tête), les fonds de VC ont connu un « revival » en passant de 3 à 13% des montants levés en capital-investissement entre 2011 et 2016⁵ ;
- Dans ce cadre de nombreux fonds de capital-risque généralistes ont « vendu » auprès de leurs souscripteurs (Limited Partners - LPs) un scope d'investissement où le numérique prend une part de plus en plus large, et indirectement où les sujets FinTech devraient composer leur futur portefeuille (c'est le cas d'Alven V, le plus récent et plus important fonds levé par Alven Capital-250M€).

³ https://www.lesechos.fr/21/09/2015/lesechos.fr/021343290214_credit-mutuel-arkea-achete-la-fintech-leetchi-com.htm

⁴ <http://economie magazine.fr/entreprises/360-capital-partners-et-kima-ventures-font-grandir-leetchi>

⁵ 425M€ en 2012 vs 2206M€ en 2016 – source baromètre du capital risque EY France - 2016



- De la même manière, à la fois pour se différencier des fonds Tiers 1 (>150M€ sous gestion) mais également pour tirer parti de leurs expertises sectorielles, certains fonds pure player Fintech (et par capillarité Insurtech) ont été levés (Axa Strategic Ventures-200M€, New Alpha AM, issue du groupe La Française –40M€, BlackFin venture – en cours de closing 120M€).

C'est donc à la fois grâce aux structures qui favorisent l'émancipation (et la visibilité) des quelques start-ups FinTech en les accompagnant sur les sujets nécessaires à une levée de fonds réussie : mise sur le marché de leurs produits, augmentation des « metrics », renforcement du top management ; mais surtout grâce à une présence historique de fonds « disponibles » sur des tours de seed et serie A (<5m€) que l'évaluation des start-ups FinTech semble être tirée vers le haut.

En effet, comment justifier à vos LPs la création d'un véhicule 100% Fintech si vous n'arrivez pas à déployer les capitaux sur les 4/5 premières années du fonds et si possible sur les meilleurs dossiers ? Vous êtes donc prêts à payer un *premium* pour ne pas manquer une des pépites du secteur, surtout étant donné le peu de deal. C'était le cas lors de l'entrée de Partech au capital de Compte-Nickel fin 2015 sur un multiple de 21,03x le chiffre d'affaires.

Par la suite, **pour justifier un prochain fonds**, il conviendra de sortir du lot (par rapport aux autres équipes concurrentes) avec une performance exceptionnelle et donc réussir à trouver des solutions de liquidité qui utilisent en miroir a minima les mêmes hypothèses de valorisation.

C'est en partie un des paramètres que nous allons retrouver dans les enjeux d'equity story : Combien faudra-t-il lever pour que ce projet arrive à maturité ? Et lorsque nous y serons, quel sera le prix qu'un industriel serait prêt à payer ?

C'est là que les enjeux de taille critique permettent d'aller chercher des multiples très élevés au-delà des concepts de technologies, des agrégats de rentabilité et plus proche du fameux concept B2C « Winner-Takes-All ».

Une autre stratégie de fonds consisterait à **miser davantage sur des start-ups technologiques** (Blockchain, IA, cybersécurité... vs des start-ups « plateformes ») qui certes s'orientent sur des marchés FinTech mais qui pourront à la fois chercher des relais de croissance dans d'autres secteurs et surtout avoir une capacité à trouver des *exits* auprès de partenaires technologiques, plus mondiaux et *deep pocket* que certains partenaires métiers. Ces prix futurs pourraient à ce moment-là subir un *premium* car prenant en compte des tailles supérieures de marchés.

Différences de valorisation constatées selon le profil de l'acquéreur

Alain MARION, Expert auprès de la cour d'appel de Lyon, Trésorier A3E

Cette rubrique a pour objet de présenter l'apport de la recherche académique pour les praticiens de l'évaluation d'entreprise

Article : « *Entreprises non cotées et différences d'évaluation entre LBO et M&A* » A. Mnejja, JM Sahut, F Teulion. *Gestion 2000*, volume 29, 2012/6

Nous avons choisi de présenter un article qui traite de la différence de valorisation constatée lors de l'acquisition d'entreprises non cotées selon que l'acquéreur a un profil financier ou industriel.

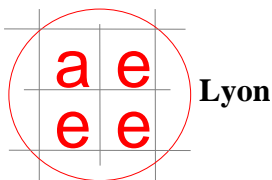
Le fait de distinguer selon ces deux profils permet indirectement d'étudier la valeur des synergies qu'un acquéreur industriel est susceptible de générer suite au rapprochement de deux entreprises.

Les synergies expriment le supplément de résultats qui ne serait pas généré si les deux entreprises restaient indépendantes. Traditionnellement il est distinguées des synergies opérationnelles, les synergies financières. Les premières recouvrent l'augmentation du chiffre d'affaires ou les réductions de coûts induites par la « fertilisation croisée des compétences » que permet le rapprochement des entreprises. Pour leur part, les synergies financières résultent de la diminution du coût du capital qui peut résulter de l'opération de croissance externe, notamment lorsque les cash-flows ne sont pas corrélés.

Pour appréhender la différence de valorisation entre acquéreurs financiers et acquéreurs industriels, les auteurs de l'article s'appuient sur un échantillon de 220 opérations pour lesquelles les informations ont été fournies par Epsilon-Research à partir de la base de rapport Emat. L'étude porte sur la période 2004-2009 et couvre un champ européen.

Laissons de côté la méthodologie suivie par les auteurs de l'article pour nous intéresser aux résultats en précisant que les différences de valorisation sont mesurées à partir notamment des multiples du chiffre d'affaires (EV / Sales) et des multiples de l'EBITDA (EV / EBITDA) calculés à partir des valeurs d'entreprise retenues lors des transactions.

Si on se limite aux données des seules entreprises françaises, on observe que le multiple EV / Sales médian est de 0,70 lorsque l'acquéreur est un financier comparé à un multiple de 1,33 lorsque l'acquéreur est un industriel.



S'agissant du multiple EV / EBITDA, le multiple médian est de 7,23 lorsque l'acquéreur est un financier comparé à un multiple de 9,59 lorsque l'acquéreur est un industriel.

L'étude montre que les multiples calculés à partir des transactions concernant des entreprises françaises étaient inférieurs aux multiples observés dans les autres pays européens.

Les tests statistiques réalisés ont permis de valider la significativité des différences observées selon les deux profils d'acquéreur.

Les différences citées précédemment font ressortir la prime payée par les acquéreurs industriels, prime qui est justifiée par les synergies que ces derniers estiment pouvoir réaliser en rapprochant les deux entreprises. En France, la prime médiane payée par les acquéreurs industriels est de 32,78 % en retenant le multiple du chiffre d'affaires et de 16,61 % si l'on s'appuie sur le multiple de l'EBITDA.

Pour conforter les résultats précédents les auteurs ont pris la précaution de vérifier que les deux panels (acquisitions réalisées par des financiers et acquisitions réalisées par des industriels) présentaient des profils de croissance et de rentabilité économique similaires.

En dehors de l'éclairage apporté sur la valorisation des synergies, les différences observées entre le multiple de chaque profil d'acquéreur montrent la prudence qui doit présider à la constitution d'un échantillon à partir duquel seront calculés les multiples. L'étude montre que l'information sur la qualité des acquéreurs (industriels versus financiers) est une information nécessaire pour pouvoir interpréter les multiples calculés et pouvoir les appliquer avec pertinence à une société non cotée.

Evaluation de titres de sociétés non cotées : la jurisprudence récente confirme avant tout le besoin d'expertise en évaluation et l'importance des analyses stratégiques et financières préalables

Julien HERENBERG, expert-comptable, commissaire aux comptes, membre d'A3E, membre de la commission Evaluation de la CNCC

L'évaluation de titres de sociétés non cotées est une source majeure de redressements fiscaux du fait de la technicité de l'exercice d'une part et de la subjectivité de l'analyse qualitative d'autre part.

Si nombreux sont les redressements de l'assiette d'imposition, rares sont les contentieux qui débouchent sur une jurisprudence qui vient préciser la technique d'évaluation financière qui serait susceptible de mettre en difficulté l'administration fiscale sur ses propres pratiques.

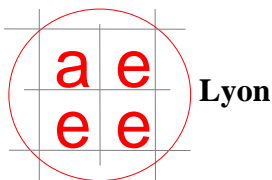
Au cours du mois d'octobre 2016, si le Conseil d'Etat a confirmé la jurisprudence antérieure sur la prépondérance de la méthode de comparaison (première partie), nous y voyons une nouvelle occasion de rappeler que le contribuable a tout intérêt à justifier au préalable la construction du prix retenu pour une transaction, cet exercice nécessite toujours plus d'expertise (*deuxième partie*).

De même, à l'aune de quelques exemples, l'une des expertises majeures reste l'analyse stratégique et financière préalable à tout exercice d'évaluation, seule analyse susceptible de mettre en évidence ce qui pèse sur la détermination d'un prix selon le jeu de l'offre et de la demande (*troisième partie*).

1) Méthode prioritaire contre méthodes dites subsidiaires

La jurisprudence est constante sur l'esprit qui conduit à l'appréciation de l'évaluation de titres de sociétés non cotés : *l'évaluation doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments disponibles de façon à faire apparaître une valeur aussi proche que possible de celle qu'aurait entraînée le jeu normal de l'offre et de la demande.*

Le 21 octobre 2016, un arrêt du Conseil d'Etat (CE 10e-9e ch 21-10-2016 no 390421) a confirmé une position jurisprudentielle déjà connue à savoir que l'évaluation de titres de sociétés non cotés doit prioritairement s'appuyer sur des transactions récentes portant sur les titres de la même société.



Il est également admis que la valeur de comparaison soit déterminée par référence à des transactions ayant eu lieu sur des titres d'autres sociétés considérées comparables (CE 9^e-10^e ch 20-10-2011 no 313435).

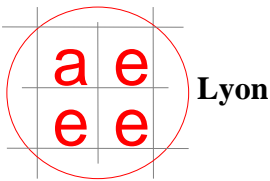
Mais cette position de 2016 n'est pas qu'une confirmation de décisions antérieures. Le Conseil d'Etat juge que la méthode prioritaire ne peut être combinée avec les méthodes dites « subsidiaires ».

Que devrions-nous retenir de cet arrêt ?

- **Qu'il y a bel et bien une hiérarchie des méthodes d'évaluation qui s'impose à l'administration** à l'instar du référentiel comptable international qui, dans sa norme IFRS 13 « juste valeur », établit clairement différents niveaux de fiabilité de juste valeur.
 - **Le niveau 1** correspond à la valeur d'un actif sur un marché actif et liquide sans avoir besoin de recourir à des ajustements de prix (notion de « *mark to market* »),
 - **Le niveau 2** correspond à la valeur d'un actif sur un marché peu actif, ou actif mais nécessitant des corrections, ou encore à la valeur relative à des transactions observables sur des actifs similaires (*notion de « mark to transaction »*),
 - **Le niveau 3**, tout en gardant le même objectif, correspond à la détermination de la juste valeur de l'actif par tout autre modèle d'évaluation fondé sur des informations non observables directement. Il s'agit là des approches d'évaluation dites intrinsèques (notion de « *mark to model* ») comme la capitalisation d'un bénéfice ou encore l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Ce sont ces approches qui sont désignées par la jurisprudence sous le terme « subsidiaires ».
- **Que l'approche par comparaison, lorsqu'elle existe, ne peut être combinée avec les méthodes subsidiaires.**

L'administration n'a pas d'autre choix que d'utiliser les méthodes de comparaison si celles-ci sont pertinentes, pour fonder son redressement. C'est uniquement si l'approche par comparaison n'est pas pertinente, que l'administration devrait pouvoir invoquer la valeur par les approches subsidiaires.

En d'autres termes, avant même de pouvoir proposer une rectification fondée sur les approches subsidiaires, l'administration devra démontrer, en premier lieu, que la méthode par comparaison n'est pas pertinente.



Il est alors utile d'insister sur le fait que le meilleur moyen de se prémunir contre un redressement de l'administration est :

- de lui opposer une justification du prix retenue par référence à une valeur de comparaison argumentée ;
- d'établir cette justification dès le moment du fait générateur de l'opération taxable.

On ne saurait en définitive que trop insister sur l'expertise que nécessite la détermination d'une valeur de comparaison.

2) Une expertise indispensable sur l'analyse des transactions de référence

La dernière jurisprudence nous enseigne donc que, dès lors qu'une transaction existe, soit sur le titre en lui-même, soit sur un comparable, il est essentiel de démontrer la pertinence de la comparaison avant de pouvoir s'intéresser aux approches subsidiaires.

Une telle démonstration mérite le développement d'analyses qualitatives sur les aspects stratégiques et financiers de la société évaluée afin de s'assurer que les transactions auxquelles il est fait référence sont bien comparables et que les transactions sur des sociétés autres présentent des similitudes.

Ces analyses seront d'autant plus efficaces si elles réunissent les compétences et l'objectivité d'un expert indépendant grâce à sa démarche et ses outils.

- a. La compétence de l'expert est fortement liée à sa démarche de travail.** Elle va consister à approfondir la situation de la société dans ses aspects les plus significatifs au moment de la transaction en ayant accès à des informations détaillées en provenance de l'entreprise, informations que l'administration souffre de ne pas disposer.

L'absence de telles analyses, aussi bien du point de vue de l'administration que du contribuable, mettent en risque la pertinence des valeurs de comparaison retenues.

Ces analyses vont consister à comparer le business model de la ou des sociétés au moment de la transaction, sa situation juridique et financière, son marché et ses perspectives, son environnement concurrentiel etc....

L'expert dispose d'outils pratiques, présentant de nombreux avantages.

On peut citer l'analyse du modèle économique CANVAS, l'analyse de l'intensité concurrentielle par le modèle de M. Porter, l'analyse de l'environnement de l'entreprise par le modèle PESTEL. Enfin, les analyses de la performance financière et de la structure financière de l'entreprise sont autant d'éléments essentiels à étudier pour s'assurer de la pertinence des transactions retenues en référence.

b. La compétence de l'expert est fortement liée à sa capacité à réunir de l'information.

Son analyse sera d'autant plus crédible qu'elle reposera sur :

- Des sources d'informations de marché reconnues et bien exploitées comme les analyses sectorielles menées par des instituts spécialisés. Ces analyses sont le plus souvent payantes comme Xerfi ou encore les notes de brokers. D'autres sont gratuites comme les tendances fournies par des syndicats professionnels. En tout état de cause, le temps à consacrer à de telles analyses est majeur.
- Des bases de données financières telles que :
 - Les bases sur transactions comparables agrégées et rassemblées par des cabinets spécialisés (Epsilon Research, Capital Finance, etc.)
 - Les bases de données financières sur sociétés cotées (bloomberg, datastream, Infinaancials, etc.)

Le travail d'analyse stratégique et financière préalable est au cœur de la démonstration de la pertinence des transactions de référence.

La jurisprudence de 2016 nous fait comprendre que faute de transaction pertinente de référence, les approches subsidiaires seront alors recevables.

Pour autant, on peut s'interroger sur le fait de savoir si des valeurs subsidiaires très différentes des valeurs de comparaison sont susceptibles de remettre en cause la pertinence des valeurs de comparaison. La jurisprudence n'infirme pas la possibilité de démontrer « l'impertinence » d'une approche de comparaison par des approches subsidiaires bien construites.

Outre la technicité que les approches subsidiaires requièrent (adaptation des approches à l'actif évalué, fiabilité des flux et prévisions, taux d'actualisation, croissance à long terme...), l'analyse stratégique et financière sera là encore le véritable facteur différenciant de l'expert évaluateur par rapport à l'administration fiscale.

3) L'analyse stratégique et financière préalable : le facteur différenciant de l'expert évaluateur

Ce qui caractérise **avant tout** la spécificité de l'intervention d'un expert est sa démarche à aller au contact de la société, de son management, de son organisation, de ses installations, de ses équipes, etc. qui lui permettent de mieux interpréter les informations qu'il obtient par ailleurs sur l'environnement externe et interne de la société.

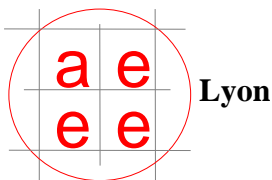
La qualité de l'analyse stratégique et financière en dépend et par conséquent la qualité de la valeur déterminée.

Pour déterminer la valeur d'un actif correspondant aux flux qu'il dégagera dans le futur, l'un des éléments clés de l'analyse stratégique est la perception de l'avenir.

Dans ce cadre, plusieurs risques pesant sur l'entreprise ne sauraient échapper à l'analyse d'un expert tandis que l'administration, faisant reposer ses approches d'évaluation sur le passé sans avoir accès à des informations détaillées sur l'entreprise et son environnement, peut manquer, dans bien des situations, de vision sur les véritables risques de l'entreprise pesant sur le prix d'une transaction.

Comment l'administration pourrait-elle avoir connaissance de risques majeurs comme les suivants et qui déterminent la fixation du prix des titres d'une société ? :

- Des perspectives de marché à long terme fortement dégradées que le passé ne reflète en rien (les investisseurs n'achètent pas une situation glorieuse passée) ;
- La dépendance du chiffre d'affaires à un nombre très réduit de clients et d'autant plus si eux-mêmes connaissent des difficultés opérationnelles et financières ;
- Un chiffre d'affaires de distribution à l'étranger significatif réalisé en contravention de tout accord de distribution avec le fabricant sur la zone géographique ;
- La vente d'un produit dont le brevet est attaqué pour contrefaçon ;
- Un niveau de trésorerie et de capitaux propres significatifs non distribuables car constituant une condition indispensable à l'obtention d'un accord de distribution et à l'obtention de prix d'achats avec remise par le jeu des escomptes financiers ;
- L'incapacité à céder des titres depuis plusieurs années du fait de la défiance de tout investisseur quant aux risques que porte l'entité et son marché ;



- L'incapacité de l'entreprise à investir dans le passé et à l'avenir dans des mutations technologiques essentielles pour la poursuite d'activité ;
- La dépendance forte au dirigeant fondateur ou à un homme clé d'autant que dans ce dernier cas, la cour administrative d'appel de Bordeaux a estimé nécessaire d'augmenter de 10 points la décote d'illiquidité pour tenir compte du risque lié à la dépendance à un homme clé ([CAA Bordeaux 22-11-2016 n° 14BX03020](#)) ;
- Etc.

Tant de domaines sur lesquels les analyses d'un expert évaluateur feront toujours la différence avec une administration qui ne peut entrer dans un tel niveau de détail.

En définitive, l'évaluation des titres d'une société ne saurait être réalisée qu'à partir de simples liasses fiscales et quelques tendances historiques.

Tout expert évaluateur connaît l'importance du diagnostic stratégique et financier préalable pour se faire un avis de valeur quelle que soit l'approche retenue. Il s'agit d'un avantage majeur pour défendre le prix d'une transaction auprès de l'administration.

Aux contribuables d'être à leur tour convaincus que la préparation d'une évaluation argumentée par un expert qui soutiendra un prix de transaction est le meilleur atout pour se prémunir contre un redressement de l'administration.

Attention aux faux amis en évaluation !

Certains termes utilisés en évaluation peuvent se révéler contre-intuitifs. Les notions de badwill et de valeur d'entreprise en sont de bonnes illustrations.

Badwill : le badwill ne traduit généralement pas une mauvaise affaire

Le badwill correspond généralement à une acquisition effectuée à des conditions avantageuses ou à une rentabilité insuffisante de l'entreprise acquise, et non pas à une mauvaise affaire, comme une traduction littérale pourrait le laisser croire.

Le badwill existe lorsque le prix d'acquisition est supérieur à la quote-part des capitaux propres réévalués acquise. Il peut représenter sur le plan économique:

- **Soit une « bonne affaire »**. On retrouve fréquemment des badwills dans des contextes tels que les cessions d'activités non stratégiques, les ventes forcées, les cessions d'activités structurellement déficitaires pour un euro,
- **Soit la prise en compte de risques et / ou de pertes futures (passifs éventuels,...), non traduits dans la valorisation**, notamment lors de l'utilisation de la méthode des multiples appliquée aux agrégats financiers actuels,
- **Soit une rentabilité insuffisante des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation**, situation que l'on peut rencontrer fréquemment dans les groupes qui se diversifient dans une activité très capitalistique, alors que la rentabilité des activités antérieures était mesurée par rapport au chiffre d'affaires.

Inversement, il existe un goodwill lorsque le prix d'acquisition est supérieur à la quote-part de capitaux propres réévalués acquise. Dans ce cas, le surprix payé est généralement justifié dans le cadre du diagnostic stratégique, et d'une analyse de l'affectation du prix d'acquisition. Il peut être lié à de nombreux éléments : position dominante, savoir-faire, synergies attendues,... Un des apports méthodologiques des normes IFRS est de chercher à rationaliser le montant du goodwill, afin de permettre un suivi dans le temps.

La comptabilisation du badwill est différente selon les normes :

- En normes IFRS, le badwill doit être immédiatement constaté en résultat l'année de l'acquisition, quelque soit sa justification économique. Ce traitement évite un pilotage du résultat ;

- En normes de consolidation françaises, le traitement du badwill n'a pas été modifié par le règlement de l'ANC n° 2015-07 du 23 novembre 2015, modifiant le règlement 99-02 sur les comptes consolidés sur le traitement de l'amortissement des goodwills. Ainsi, le badwill doit être rapporté en résultat sur une durée qui doit refléter les hypothèses retenues et les objectifs fixés lors de l'acquisition.
- En matière de fusion, en l'absence de position claire des textes, le badwill est traité en pratique comme un passif éventuel : il vient diminuer la valeur nette des actifs apportés, la contrepartie étant constatée dans un sous-compte du compte de prime de fusion.

L'analyse de la justification économique du badwill est parfois plus complexe que celle du goodwill. Il n'en reste pas moins que le diagnostic stratégique doit permettre de comprendre la justification du badwill. Cette analyse est importante, notamment pour permettre de vérifier que le badwill ne correspond pas en réalité à une surévaluation de certains actifs tels que les actifs immobiliers, et que la « bonne affaire » ne cache pas une « mauvaise affaire ».

Les différents référentiels comptables soulignent l'importance dans la démarche, de vérifier l'absence de surestimation des actifs identifiables, ou de sous-estimation des passifs identifiables, en cas de badwill significatif.

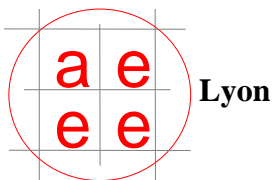
Ainsi, l'article 21131 du règlement CRC n° 99-02 indique que les actifs incorporels qui ne peuvent être évalués par référence à un marché actif (marché sur lequel s'échangent régulièrement à des prix connus des biens de nature homogène) ne doivent pas être constatés au bilan consolidé, s'ils conduisent à créer ou augmenter un écart d'acquisition négatif. De même, en matière de fusion, la pratique conduit souvent à imputer les badwills sur les actifs incorporels résiduels tels que les fonds commerciaux, lorsqu'ils existent.

A titre d'exemple, on peut se poser la question sur la pertinence de la réévaluation d'un site industriel dédié dans une zone où il y a très peu de transactions immobilières, à fortiori si l'activité est peu rentable, si cette réévaluation a conduit à un badwill significatif.

Valeur d'entreprise : la valeur d'entreprise n'est pas la valeur des titres de la société

Les évaluateurs distinguent :

- La valeur d'entreprise (VE), qui correspond à la valeur de l'actif économique nécessaire à l'exploitation, sans tenir compte de la structure financière de la société,
- La valeur des capitaux propres (VCP), qui correspond à la valeur d'entreprise ajustée des composantes de la situation financière.



Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur a été évoqué dans une précédente lettre A3E.

Les ajustements pour passer de la VE à la VCP correspondent en réalité aux composantes de la structure financière, mais pas uniquement. Sans rentrer dans le détail, les éléments qui viennent en écarts correspondent généralement à :

- *la trésorerie,*
- *l'endettement,*
- *aux provisions pour risques non pris en compte dans les agrégats utilisés pour l'évaluation (que la méthode utilisée soit la méthode des multiples ou des DCF) (a),*
- *aux actifs et passifs non nécessaires à l'exploitation,*
- *aux intérêts minoritaires, le cas échéant.*

(a) Généralement les engagements de fin de carrière, les provisions pour litiges importants, de montants inhabituels et / ou « non récurrents » (fiscaux,...).

Quand on parle de valeur des titres d'une société, on fait donc référence à la valeur des capitaux propres et non à la valeur d'entreprise. Attention encore une fois aux faux amis.