

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°16 – 2ème trimestre 2016

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- News et évènements de 2016, save the date
Page 2
- Evaluation de start-up : du dilemme du prisonnier au dilemme de l'investisseur
Page 3
- La valorisation des start-up vue par un évaluateur
Page 8
- Les apports des due diligences dans le process d'évaluation
Page 14
- Questions-réponses, lettre ouverte aux lecteurs
Page 17

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.

La vie n'est pas un long fleuve tranquille :

- D'un côté, un contexte macro-économique perturbé et perturbant: une baisse des taux de 1 point depuis un an, le Brexit, un niveau des cours du pétrole et des matières premières comme le blé historiquement bas, des groupes (comme SANOFI) qui empruntent à des taux négatifs, des banques qui aimeraient facturer des intérêts sur les comptes créditeurs,
- D'un autre côté, des prévisionnistes qui n'en finissent pas de se tromper dans leurs prévisions, qu'il s'agisse des prévisions d'inflation, du vote pour le Brexit et de ses conséquences sur les marchés, des évolutions des taux à 10 ans,
- Enfin, des multiples de transaction qui sont à des niveaux élevés, des taux sans risques et des wacc de marché à des niveaux historiquement bas. Ainsi, le multiple EV / EBITDA de l'indice Argos publié pour Epsilon Finance a atteint début 2016 9x l'EBITDA, niveau atteint pour la dernière fois en 2007 !

La distinction entre prix et valeur est plus que jamais importante, et il appartient à l'évaluateur de ne pas oublier les fondamentaux de la démarche d'évaluation, qui reposent sur un diagnostic complet de la société évaluée, notamment sur le plan stratégique, au-delà de certaines « formules magiques » qui peuvent contribuer à des bulles financières, et au-delà des bases de données, qui font que les comparables ne sont pas si comparables...

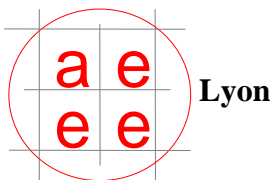
La meilleure illustration de l'importance du diagnostic stratégique, du projet d'entreprise, de la qualité du management, et de la cohérence entre les prévisions et la stratégie (les prévisions sont l'expression d'une stratégie), peut être trouvée dans l'évaluation des start-ups. Nous avons présenté dans cette lettre les particularités de l'évaluation d'une start-up, en donnant différents points de vue : celui d'un accélérateur de start-up, et celui d'un évaluateur.

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.



News et évènements 2016

Articles écrits ou co-écrits par des membres d'A3E :

« La valorisation fiscale des droits sociaux »

Actes pratiques & stratégie patrimoniales – Dossier – 1^{er} trimestre 2016.

Thierry Saint-Bonnet, commissaire aux comptes, membre de la commission évaluation de la CNCC, expert judiciaire près la cour d'appel de Paris, et des cours administratives d'appel de Paris et de Versailles, membre d'A3E Ile de France.

ÉVALUATION DE STARTUP

Du dilemme du prisonnier au dilemme de l'investisseur

63 milliards de dollars pour Uber, 26 milliards pour Airbnb, 20 milliards pour Palantir, ou plus près de nous les 1,5 milliards d'euros de Blablacar ou les 8,5 milliards d'euros de Spotify... Les 147 licornes mondiales (startups valant plus d'un milliard de dollars) cumulent une valorisation de plus de 547 milliards de dollars, pour un multiple de CA de plus de 32 !!

Toutes ces sociétés ont les particularités d'être nées il y a moins de huit ans, d'avoir connu des croissances de plus de 10 000 % de leur chiffre d'affaires et de 500 000 % de leur valorisation, de ne pas être cotées, et surtout d'être peu ou pas rentables (environ 17% de l'échantillon).

Dès lors, je m'excuse auprès des grands papes que furent Gordon & Shapiro, Irving Fisher ou William Sharpe, mais valoriser ces startups est impossible par les méthodes traditionnelles. Tout du moins, elles ne sont pas souhaitables pour les fondateurs de la société, pour ses futurs investisseurs, ni même pour l'administration fiscale...

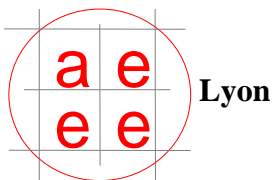
Une fois que la théorie trouve ses propres limites, existe-t-il des méthodes qui permettent aux capitaux-risqueurs d'évaluer une startup ? Des *best practices* sont-elles partagées ?

Pour tenter d'apporter du relief à cet article et éviter l'imposture, il semble intéressant de décomposer le processus de structuration du prix du point de vue d'un investisseur en *Venture*. Nous parlons bien ici de prix, car la particularité native du capital-risque est d'afficher un faible écart-type entre prix et valeur, puisque la valorisation intrinsèque n'est qu'une chimère.

Ainsi, j'aime à présenter l'évaluation de startup comme un cas particulier de la théorie des jeux en 3D:

1. Le sur-optimisme et l'avarice des fondateurs,
2. Le *track-record* et le *carried interest* de l'investisseur,
3. Le positionnement et la vie de la société de gestion.

Pour la bonne compréhension de cet article, il est à noter que nous considérons ici que les éléments de fonds de la société (marché, business, équipe, technologie,...) ont donc été validés, c'est à ce moment que la carte psychologique est jouée.



1. Les biais comportementaux des entrepreneurs

Tout d’abord, l’avarice est liée à la fois à l’impression de détenir un bien unique et universel, mais aussi au manque de pédagogie concernant le partage du capital. En effet, une majorité d’entrepreneurs affiche un protectionnisme farouche de leur actionnariat. Par soucis d’indépendance bien sûr, de volonté de préserver ses gains futurs probablement, et d’une intime conviction que la réussite est proche et sans faille.

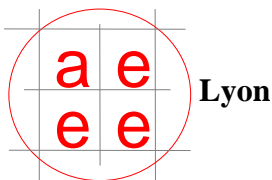
Ainsi, pour jauger ce premier élément constituant la valorisation d’une startup, l’investisseur appréhende les questions suivantes:

- ★ Création de la société avec un ou des fondateurs ? Un des fondateurs est-il majoritaire ?
- ★ Le ou les fondateurs ont-ils entrepris par le passé ? Ont-ils déjà réalisé une levée de fonds ?
- ★ Le ou les fondateurs ont-ils déjà réussi un *exit* ?
- ★ Des investisseurs professionnels sont-ils déjà au capital de la société ?
- ★ Combien de tours de financement futurs risquent de diluer le ou les fondateurs ?
- ★ Le ou les fondateurs ont-ils déjà reçu une proposition d’un autre fonds d’investissement matérialisant une première valorisation ?
- ★ Des *advisors* et/ou salariés sont-ils déjà associés au capital ?

Toutes ces questions doivent permettre à l’investisseur d’évaluer de 0 à 10 la capacité du fondateur à ouvrir son capital. Naturellement, plus la valeur est faible, plus l’espérance de valorisation de l’entrepreneur est forte. L’investisseur pourra alors renoncer au *deal*, ou introduire des mécanismes financiers et juridiques compensatoires lui permettant de réajuster dans la durée sa participation, pour un prix facial en adéquation avec les attentes des fondateurs.

En parallèle, l’optimisme entrepreneurial des fondateurs de startups est un atout à double tranchant. Positif pour l’entrepreneur car il forge sa résilience et nourrit sa vision, sur des marchés et des cycles de vente (notamment Grands Comptes) souvent complexes à pénétrer et maîtriser. Mais aussi négatif pour l’investisseur au moment d’évaluer la capacité d’exécution du fondateur, l’intensité du *scaling* prévu (à mettre en face des ressources allouées), le réalisme des prévisions commerciales et financières, ou encore la “durée de vie” de la société *post* augmentation de capital.

Cette échelle de *Candide* appliquée à l’entrepreneur, au sens de l’optimisme du héros de Voltaire, permet aux protagonistes de jongler en permanence entre confiance et méfiance. Est-il réellement en mesure d’atteindre ses chiffres ? La durée de signature de ce contrat va-t-elle dérapier ? Autant de questions récurrentes pour l’investisseur, qui trouve ses réponses dans le degré de confiance offert au fondateur, fonction exponentielle de l’optimisme affiché par ce dernier.



Dès les premiers échanges, et a fortiori au moment de l'expression du prix, l'investisseur caractérise les données suivantes:

- ★ L'entrepreneur a-t-il atteint ses objectifs sur les mois/années précédentes ?
- ★ L'entreprise s'est-elle déjà retrouvée *short cash* ? Dans quelle ampleur ?
- ★ L'entrepreneur a-t-il construit son BP seul ? Maîtrise-t-il les hypothèses de chiffre d'affaires ?
- ★ Le monitoring de la performance est-il fiable et régulier ?
- ★ Les objectifs opérationnels sont-ils partagés de tous les collaborateurs ?
- ★ Le fondateur est-il *incentivé* directement (hors actionnariat) à la performance (commerciale, sociale, financière, environnementale...) de la société ?
- ★ La société dispose-t-elle déjà d'un *board* challengeant pour le fondateur ?

Ces deux analyses "psychologiques" des entrepreneurs sont des facteurs clé de la détermination du prix pour l'investisseur. Ce dernier doit être en mesure de « jauger » la fourchette de valorisation acceptable pour le dirigeant, bien au-delà des considérations intrinsèques de valorisation habituelles.

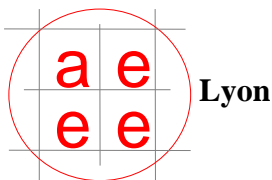
2. L'investisseur, de la folie à la raison

Quoi de plus irrationnel que d'investir dans une société pour éponger ses pertes futures, tout en restant minoritaire. Quoi de plus irrationnel que d'imaginer que vous allez investir dans quatre sociétés par an, et que ces quatre sociétés deviendront leaders mondiaux. Quoi de plus irrationnel que de se "marier" pour 5 ans minimum et 7 ans en moyenne avec un fondateur que vous connaissez depuis 8 mois tout au plus. Ces quelques lignes démontrent une nouvelle fois le caractère intuitif voire prémonitoire de l'investissement en capital-risque.

Au milieu de cette jungle dadaïste se dressent les deux arbres cartésiens de l'investisseur personne physique, son *track-record* et son *carried interest*. Bien sûr, la longue phase de due-diligences a pour but premier de balayer les incertitudes inhérentes à un produit sur un marché donné, avec une stratégie définie, et des hommes pour la piloter. Néanmoins, ce juge de paix reste un des facteurs clés de valorisation de la startup, puisqu'ils sont les éléments centraux de la rémunération et la reconnaissance personnelle de l'investisseur.

En effet, chaque investisseur est jugé sur le marché par la qualité de son *track-record*. Il représente le ticket d'entrée pour prétendre à une place de *partner*, ou lever son propre fonds. Ainsi, deux types de comportements peuvent se dégager chez l'investisseur en quête de références et de performance :

- *soit* il peut s'appuyer sur un fonds du *Tiers 1* (>100M€), et la tendance naturelle sera d'exclure les syndications concurrentes, pour démontrer sa capacité à réaliser des *deals* seul (sans "partager" la mariée), en offrant une valorisation supérieure,



- *soit*, pour les fonds *Tiers 2 et 3*, la logique de co-investissement s'impose pour partager le risque et éviter les coups de bâtons des tours suivants, et la valorisation proposée reflète souvent les prix de marché.

En sus de la notoriété se trouvent les considérations pécuniaires de l'investisseur. Le *carried interest* a pour but d'aligner les intérêts de l'équipe de gestion avec ses *Limited Partners (LPs)*, cas typique de la théorie de l'agence de Jensen/Meckling. Simplement, en contrepartie d'un investissement dans le fonds (environ 1%), il est conventionnel que les *General Partners (GPs)* se partagent 20% de la plus-value générée par ledit fonds.

Dès lors, deux évidences se dressent : à savoir tirer les valorisations à la baisse pour disposer d'une part du capital supérieure au moment de la sortie, et poursuivre la course au "*home run*" où un seul investissement peut générer une plus-value supérieure au fonds géré. Investir sur les bonnes startups, mais surtout investir au bon prix est un *leitmotiv* personnel que chaque investisseur s'applique pour préserver son espérance de gains à 10 ans (qui se chiffre parfois à plusieurs millions), au moment de la liquidation du fonds.

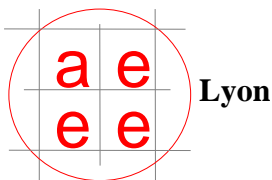
La valorisation proposée aux fondateurs de startups sera donc fonction des facteurs ci-dessous:

- ★ Le tour de table peut-il être réalisé seul ou en co-investissement ?
- ★ Quelle est la valorisation du précédent tour de table ?
- ★ La concurrence est-elle rude sur ce dossier ?
- ★ Des acheteurs potentiels ont-ils déjà identifiés ? Des opérations comparables ont-elles été réalisées par le passé ?
- ★ Serais-je capable de défendre ma position au capital au fil des tours ?

L'intérêt personnel de l'investisseur via la performance du fonds reste une donnée majeure dans le cadre de la détermination du prix. Optimisation sous contrainte de reconnaissance et de richesse, la valorisation d'une startup est intimement liée au stade de carrière de l'investisseur. Avec l'expérience, l'investisseur assimile que l'essentiel de la performance réside dans le prix de sortie, plus que dans le prix d'entrée.

3. La course aux fonds levés et aux management fees

Un fonds d'investissement est un organisme vivant qui naît grâce à l'abondement de souscripteurs (LPs), grandit pendant sa phase d'investissement, s'épanouit dans sa phase de suivi, et meurt au moment de sa liquidation. L'équipe qui le gère, logée dans une société de gestion, peut suivre le même rythme si elle n'est pas en mesure de lever de nouveaux véhicules d'investissement, sources invétérées de management fees.



Le marathon des levées de fonds, condition *sine qua non* à une augmentation substantielle des salaires et bonus (hors *carried*), engendre trois biais majeurs dans une société de gestion, qui impactent les valorisations des participations entrantes.

Premièrement, la tendance naturelle des sociétés de gestion à grossir et multiplier les fonds gérés engendre inéluctablement une hausse des valorisations moyennes sur les *portfolios*, tel le syndrome des fonds US (une des causes de l'abondance de licornes). En effet, l'obligation d'investir plusieurs fonds (15 à 30 startups par an dans certains cas) sur une période relativement courte (3 à 5 ans) conduit les sociétés de gestion à deux choix. Diminuer le niveau d'exigence et la qualité des dossiers financés, ce qui reste encore assez rare, mais pourrait se produire dans les années à venir vu l'abondance de fonds à placer en *private equity*. Ou, plus vraisemblablement, accroître fortement le *win rate* sur les startups à investir, ce qui se matérialise par des sur-valorisations pour éviter la perte du *deal*.

Deuxièmement, l'accroissement de la taille des fonds pose un autre problème dans la détermination du prix. Effectivement, lorsqu'un acteur comme Idinvest ou Iris Capital (dans le cadre d'IrisNext) dispose d'un éventail de financement allant du *seed* (amorçage) à l'*IPO* (introduction en bourse), la capacité à défendre sa position au capital sur les tours successifs limite la défense de la valorisation à tout prix. A titre indicatif, Indinvest disposait encore de près de 22,6% au moment de l'IPO au Nasdaq de Criteo, soit une participation à 331M de dollars pour 8M de dollars investis. Le prix de revient global est-il véritablement une préoccupation majeure dans ce cadre ?

Enfin, l'élargissement de la gamme de fonds résulte généralement d'une diversification des capitaux, et donc des souscripteurs. Plusieurs secteurs, plus ou moins proches, sont représentés avec des *focus* technologiques, produits, et marché souvent différents. Chacun, confiant entre 5M et 100M d'euros, souhaite bénéficier du *deal-flow* dudit fonds. Le *deal-flow*, arme principal des GPs, est l'objet de toutes les attentes et tous les fantasmes de la part des LPs, en quête d'innovations. Ce sont ces derniers qui pilotent alors les tendances de *sourcing* de startups, et influent sur le règlement du fonds. Les LPs drivent un des actifs clé des fonds, affichent des tendances sur le marché (FinTech, IoT, digital health, foodtech etc.), et peuvent susciter l'opportunité d'entrepreneurs, pas forcément spécialistes du secteur. La nécessité à "chouchouter" ses LPs pour assurer l'avenir du prochain fonds, sont des facteurs qui poussent à une hausse des valorisations puisque des places sont à prendre, à tout prix.

Pour conclure, nous avons pu constater que la valorisation est une savante alchimie entre les intentions des fondateurs, la subjectivité de l'investisseur, ainsi que les prérogatives de la société de gestion et du règlement du fonds. Le dilemme du prisonnier était déjà complexe avec deux bandits, imaginez dans ce cadre...

Lucas MESQUITA
Partner
Axeleo

La valorisation des start-ups vue par un évaluateur

- **La valorisation d'une start-up ne répond pas à une logique de valeur, mais de prix, dans sa phase d'amorçage et les premières phases de recherche & développement:**

Il existe trop d'incertitudes dans le business développement d'une start-up pour pouvoir mettre en œuvre une démarche de valorisation au sens habituel du terme. C'est la raison pour laquelle il existe généralement très peu d'opérations d'apports au niveau des start-ups, ni de rapport d'évaluation, dans les phases d'amorçages.

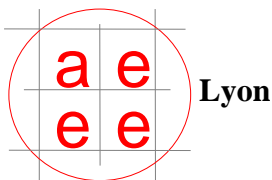
Le prix d'une start-up correspond généralement au prix d'émission convenu par le dirigeant avec les investisseurs qui souhaitent participer à un tour de table.

La construction du prix est généralement effectuée « à l'envers », en tenant compte de différents paramètres / contraintes :

- Le montant de l'augmentation du capital dépend des besoins de financement du développement estimés par la société, sur un horizon généralement assez court (2 à 3 ans), car les investisseurs souhaitent avoir une visibilité la plus élevée possible sur les dépenses à réaliser, et suivre le fameux cash-burn rate,
- Le prix d'émission ne résulte généralement pas d'une démarche construite de valeur, mais d'une négociation âpre entre un créateur qui souhaite limiter sa dilution, et des investisseurs qui cherchent à minimiser leurs risques, sécuriser leur retour sur investissement,..., tout en participant au « tour de table » ; le prix final résultera du « rapport de force » propre à chaque contexte,
- Le prix d'émission dépend également d'autres éléments : nombre d'investisseurs intéressés / effet d'attractivité voire de mode, niveau de liquidité disponible, régimes fiscaux liés à certains fonds,
- Au-delà du prix d'émission, des mécanismes de plus en plus complexes sont mis en place à la demande des investisseurs : obligations convertibles, clauses de liquidité, clauses anti-dilutives, instruments dilutifs de types BSA, clauses de ratchet, clauses d'information,....

Ces montages sont de plus en plus complexes et bien rodés côté investisseurs ; ils nécessitent de la part des créateurs qu'ils soient très bien entourés, afin de bien mesurer tous les impacts de ces clauses, afin d'éviter d'avoir de mauvaises surprises, notamment en cas de cession (ex : reversement à l'investisseur d'une fraction de la plus-value revenant au dirigeant, pour lui permettre d'atteindre un certain TRI, ou tout simplement pour ne pas supporter de pertes).

Du point de vue de l'investisseur, le prix correspond lors de la 1^{ère} levée de fonds plus à un droit d'entrée qu'il paye pour faire partie du tour de table. Le prix est ensuite ajusté pour les tours de table suivants, en fonction de différents critères (réalisation du business plan,...), sans toutefois devenir une valeur (cf infra).



Même après 5 ou 7 ans, les investisseurs qui sont rentrés en phase d'amorçage, sortent du capital en conservant une logique de prix et non de valeur (primes stratégiques élevées acceptées par des groupes industriels, qui peuvent identifier des créations de valeur ajoutée importante au niveau commercial, et/ou au niveau de l'industrialisation).

- **Un prix, qui intègre dans la décision finale majoritairement des éléments qualitatifs et des prises de participation qui nécessitent une expertise de plus en plus élevée :**

Le point abordé est volontairement provocateur, car dans tout projet de start-up, la partie chiffrée est généralement abondante, notamment car les créateurs sont de mieux en mieux accompagnés dans le montage du dossier par des cabinets spécialisés.

En réalité, l'investisseur revoie généralement à la baisse –parfois de manière très significative– les données de business plans, et attache beaucoup d'importance aux critères qualitatifs.

En effet, les espérances de gains sont élevées au dire du créateur et de ses conseils, ..., mais il ne faut pas oublier que les espérances de pertes sont également très élevées pour l'investisseur, preuve en est le nombre de start-ups qui a déposé son bilan, ou pour les sociétés cotées, les start-ups qui n'ont pas réussi à « décoller », ou qui n'arrivent pas à passer en phase d'industrialisation / commercialisation. La nature est ainsi faite que l'on préfère parler de toutes les « belles opérations que l'on a faites, mais il ne faut pas oublier les nombreux projets qui se sont soldés par un échec, ou qui n'ont pas évolué.

Je vous renvoie pour ce point à l'excellent article de Lucas MESQUITA (cf. supra), qui a mis en évidence les différents éléments pris en compte dans l'analyse du projet par l'investisseur, (parcours du créateur, confiance dans l'équipe dirigeante, référence à d'autres projets de développements réussis, qualité du projet et les différentes analyses réalisées en amont par le créateur, la diversification du portefeuille,...).

Il ne faut pas non plus oublier le risque de diversification lié à un portefeuille de participations: une société de capital-risque diversifie son risque en investissant dans plusieurs start-ups.

- **Une phase critique à gérer : l'industrialisation des développements :**

L'expérience montre que les qualités pour un dirigeant / créateur sont très différentes pour gérer la phase de création / développement (business developer) et pour gérer la phase industrialisation / commercialisation (business manager), notamment si la commercialisation doit être réalisée à l'étranger.

En effet :

- le « **timing** » (respect du business plan, sortie au « bon moment » du produit, date de réalisation du premier CA,...) est un élément essentiel. Un retard d'un an sur le développement d'un projet peut avoir des conséquences importantes (financements supplémentaires, risque concurrentiel, perte de confiance des investisseurs,...),

- **les modalités de consommation du cash provenant des levées de fonds** (cash burn rate) sont un élément qui doit être également très suivi,
- il existe une différence importante entre :
 - o la capacité de fabriquer à « petite échelle » des produits / services et la capacité de fabriquer à « grande échelle » à des conditions de rentabilité satisfaisantes, et surtout au regard des coûts investis,
- la capacité à gérer rapidement des effets de seuils est déterminante,
- la réactivité est un facteur clé : capacité à faire évoluer son business plan, si nécessaire (évolution du marché, de la rentabilité,...), capacité à financer les dépassements non anticipés.

Certaines start-ups ont l'intelligence d'identifier rapidement leurs capacités à gérer ces différentes phases, ce qui peut les amener à envisager des solutions alternatives, telle que cession, ou partenariat avec un groupe industriel.

Cependant, force est de constater que les partenariats peuvent déboucher sur un business plan très différent de celui qui avait été défini à l'origine :

- soit parce que le groupe partenaire se voit attribuer une part importante de la marge dans la négociation, du fait de son rapport de force,
- soit parce que la start-up évolue progressivement vers une activité de R&D, en se concentrant sur son point fort, soit sa capacité à développer des brevets,
- Soit parce que la start-up devient intégrée à un groupe industriel.

... mais cela conduit généralement à des BP très différents de ceux qui ont été « vendus » initialement.

– **Une illusion de la valeur égale au prix pour les start-ups :**

On lit parfois que la valeur des start-ups est égale à leur prix. La vraie réalité est différente, dans la mesure où il n'y a pas de valeur d'une start-up, mais uniquement un prix.

En théorie, plus la start-up se rapproche de la phase d'industrialisation / commercialisation, plus une valeur devrait se construire progressivement par rapport aux méthodes habituelles de valorisation, et plus le prix devrait se rapprocher de la valeur.

L'expérience montre que la réalité est différente, et que le prix continue d'ignorer la valeur pendant longtemps, comme développé dans la partie suivante.

– **Des méthodes de valorisation habituelles non applicables :**

Les méthodes de valorisation classiques (méthodes des multiples, méthodes patrimoniales,...) sont généralement non applicables, notamment pour les sociétés déficitaires.

Comme indiqué très justement par Lucas MESQUITA, les fonds déterminent le prix qu'ils sont prêts à accepter essentiellement en fonction de critères stratégiques, propres à chaque fonds et au contexte de chaque opération. Un investissement dans une start-up relève d'une démarche d'expert, dans lequel l'analyse de la stratégie est essentielle. Le lecteur sera donc frustré, car ni Lucas, ni moi en tant qu'évaluateur ne vous livreront une approche mathématique de l'évaluation d'une start-up, car cela serait illusoire, et contraire à la réalité : l'expérience et l'expertise de l'investisseur sont les éléments clés de la valorisation.

Les contextes sont très différents. Certaines sociétés deviennent très rentables rapidement (ex : Le Bon Coin). De nombreuses start-ups, continuent d'être très déficitaires dans la durée (la priorité n'est pas la rentabilité, mais la recherche d'avantages concurrentielles en termes technologiques et de parts de marché), tout en ayant des valorisations (= prix) qui continuent d'augmenter de manière exponentielle, valorisations qui peuvent être confirmées par le rachat par des groupes industriels (cf. infra)

Il ne faut pas oublier que les « success story » de certaines start-ups ne sont pas venues du jour au lendemain et reposent généralement sur un développement par étape.

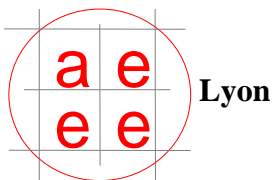
A titre d'exemple, BlaBlaCar, spécialiste français du co-voiturage, avait levé 200 M\$ en 2015. Cette levée de fonds a été réalisée sur la base d'une valorisation supérieure à 1,5 mds \$, soit un doublement de sa valorisation en un an. La société a levé 311 M\$ depuis sa création en 2006. Le tour de table a été mené par 2 poids lourds des fonds d'investissement américains (Insight Venture Partners et Lead Edge Capital). Il permet à la start-up de développer une stratégie mondiale, avec des investissements très significatifs en technologie, en effectifs (doublement des effectifs tous les ans pour atteindre 350 en 2015), et en opérations de croissance externe (ex : rachat du concurrent allemand Carpooling avec 6 millions de membres, contre 20 millions en 2015 pour BlaBlaCar),..., *en mettant de côté la rentabilité.*

Il est important de rappeler que le succès de BlaBlacar, reposant sur un modèle vertueux, n'est pas comparable à certains buzzs éphémères de la Silicon Valley. Son développement a été réalisé étape par étape : création en 2006, 1^{er} salarié en 2009,.... Les levées de fonds ont été réalisées progressivement à hauteur de ses ambitions. Personne n'aurait parié il y a 10 ans sur un modèle économique basé sur le partage.

En réalité, les niveaux de valorisation élevés sont liés au fait que la valorisation ne repose pas uniquement sur les critères de valorisation intrinsèque de la société, mais sur les perspectives de sortie, certains groupes industriels étant prêts à payer des primes de contrôles stratégiques très élevées (cf infra).

Exemples :

- Développement d'une molécule permettant de diminuer de 30% le coût de production de certains produits (chimie, santé,...),
- Développement d'une base de données très détaillée et qualifiante permettant de cibler la clientèle, et de vendre des informations,



- Nécessité de prendre le virage de la digitalisation dans certains secteurs traditionnels (distribution,...). Il existe de nombreux exemples de groupes qui n'ont pas su s'adapter au mode de distribution internet (cf. exemple du groupe lyonnais COMAREG, qui a dû déposer son bilan il y a quelques années).

Il n'est pas de la responsabilité d'un évaluateur d'intégrer une prime de contrôle stratégique susceptible d'être prise en compte par un acquéreur potentiel, sauf à être traduite dans l'analyse des transactions comparables,..., mais cela n'est généralement pas le cas dans la valorisation d'une start-up.

L'établissement d'un business plan conduit souvent à approcher le prix par la méthode des cash-flows actualisés,..., de manière plus ou moins officielle. Il faut cependant être très prudent avec la valeur induite, et la plupart des évaluateurs ne sont pas assez fous pour prendre la responsabilité de la valeur ainsi obtenue pour l'évaluation d'une start-up en phase d'amorçage.

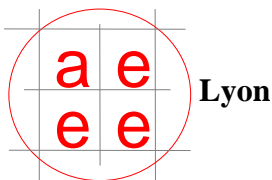
Le seul fait d'appliquer un taux d'actualisation élevé (généralement supérieur à 20% pour une start-up) ne permet pas de conclure que le risque est correctement traduit dans la valorisation. En effet, et contrairement à une activité mature, le BP le plus probable correspond généralement à un scénario dont la probabilité de réalisation est très faible, en tout cas généralement très inférieure à 50%, compte tenu des différents aléas non maîtrisés. Une réflexion « objective » sur les différents scénarii envisageables (notamment en cas de non respect des jalons), conduit généralement à un écart sur la valeur de plus de 100% selon les scénarii.

Que penser dans ce contexte d'une moyenne de 2 valeurs présentant autant de différences ? Elle a cependant pour principal avantage de mettre en évidence très clairement pour les tiers le risque très élevé lié à la start-up, et reflète la fourchette de négociation qui peut exister entre les investisseurs et le dirigeant.

L'intérêt de la valeur induite par une approche DCF est double :

- D'une part, elle permet d'identifier quel niveau de BP justifie le prix accepté pour la levée de fonds,
- Et d'autre part, elle permet de suivre dans le temps, notamment sur le plan comptable, la valeur la société, par rapport à des éléments précis.

Des méthodes dites « méthodes d'expert » peuvent être appliquées dans certaines circonstances, et avec le niveau d'expertise suffisant (ex : méthodes optionnelles). Nous ne les développerons pas dans le cadre de cet article, car elles feraient l'objet d'un article à part entière. Il faut cependant être très prudent dans leur mise en œuvre, au regard des abus auxquelles une utilisation « débridée » par certains évaluateurs a conduit dans le passé lors de la bulle internet (elles ont permis en effet de « justifier l'injustifiable »).



- **Un garde fou en termes de valorisation induit par les règles comptables (à condition qu'elle soit appliquée) :**

Les règles comptables, qu'elles soient françaises ou internationales, obligent de suivre dans le temps la valeur des participations et des sociétés en portefeuille.

Les fonds d'investissement doivent respecter certaines règles pour le suivi de la valeur des sociétés détenues en portefeuille. Ces règles, adaptées au contexte du capital risque et du capital développement, sont généralement définies par les « guidelines établies » par les associations professionnelles, notamment l'A.F.I.C. (Association Française des Investisseurs en Capital) et de l'E.V.C.A. (European Venture Capital Association).

Les normes IFRS pour les groupes cotés (IFRS 13 sur la juste valeur et IAS 36 sur les tests de dépréciation), et le récent règlement de l'ANC 2015-06 du 23 novembre 2015 applicable aux comptes sociaux et consolidés des sociétés françaises à compter du 1^{er} janvier 2016, introduisent également dans la comptabilité des approches prescriptives d'évaluation.

L'application de ces règles dans les comptes a permis (à condition bien sûr de les appliquer correctement) de limiter dans le temps les abus conduisant à des prix surévalués, et « donner de la valeur » (ou pas), au prix, dans le temps. En effet, plus de 90% des tests de dépréciation sont réalisés en utilisant la valeur d'usage (en pratique, la méthode des DCF), qui fait, elle, référence à la notion de valeur intrinsèque, et non à la valeur vénale qui fait elle référence à la notion de prix. Cette obligation de convergence comptable du prix vers la valeur a eu un effet vertueux de dégonfler des bulles, notamment dans le domaine des énergies nouvelles, comme le photovoltaïque.

- **La durée des investissements est proche de celle des opérations classiques :**

On aurait pu penser que les fonds investissent dans les start-ups avec des durées d'investissement beaucoup plus longues que pour des opérations de M&A classiques.

En pratique, la durée d'investissement généralement constatée est proche de 5 à 7 ans, et ne s'est pas rallongée depuis la crise. Il existe différentes raisons pour expliquer cette situation, et notamment le fait que pour les « belles opérations », les fonds arrivent à trouver des acquéreurs, notamment industriels après 5 à 7 ans à des conditions financières intéressantes.

A titre d'information, les rachats de start-ups par des grands groupes se sont poursuivis en 2016 (rachat par Nokia de la société française Withings, spécialiste des objets connectés et valorisée à 170 M€; rachat par son concurrent anglais Trainline de la société française Captain Train, spécialisée dans la distribution de billets de train en ligne, et valorisée à 200 M€ ;...).

Christophe VELUT
Président A3E
Directeur Général Associé ORFIS BAKER TILLY

Les apports des due diligences dans le process d'évaluation

Dans le cadre d'une opération de croissance externe, il est fréquent que les parties diligentes des audits afin de valider les informations présentées par le vendeur et ses conseils.

L'intérêt de ces audits n'est plus à démontrer tant ils permettent d'appréhender rapidement et synthétiquement les modalités de fonctionnement de la cible ainsi que les éventuelles zones de risques financières, juridiques, fiscales, sociales voire environnementales.

Cependant, leurs apports ne doivent pas se limiter à ces seules composantes d'identification des risques et des processus appliqués dans l'entreprise acquise.

En effet, à travers les travaux réalisés et les conclusions présentées, les travaux d'évaluation vont s'en trouver faciliter, tant en termes de démarche générale de valorisation, i.e. de diagnostic et de choix des méthodes, que de mise en œuvre pratique de ces méthodes.

- **Les due diligences : un premier apport dans le diagnostic de la société évaluée**

Toute évaluation financière comporte une première étape de diagnostic afin de permettre à l'évaluateur de comprendre l'activité de la société valorisée, la formation de son résultat, la génération de sa trésorerie mais également l'environnement actuel dans lequel elle évolue ainsi que son évolution prévisible.

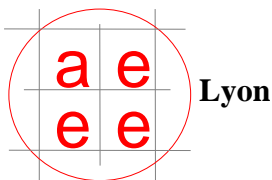
L'ensemble de ces travaux sont réalisés à partir des informations disponibles et mises à disposition par la cible ainsi qu'à travers des entretiens avec la direction et les opérationnels de la société.

Les due diligences permettent tout d'abord de disposer plus rapidement et quasi systématiquement de la documentation nécessaire à l'analyse, celle-ci ayant été rassemblée pour les besoins des audits, le plus souvent en *data room*.

De plus, une analyse de ces documents est synthétisée dans les rapports de due diligences permettant à l'évaluateur de prendre rapidement connaissance des principaux points d'attention qui vont construire son propre diagnostic, s'évitant dans une certaine mesure, la lecture et l'analyse fastidieuse de l'ensemble de la documentation fournie.

L'autre avantage dans la conduite de la mission d'évaluation réside dans le champ des due diligences qui couvre souvent des domaines dans lesquels l'évaluateur n'est pas aussi à son aise qu'en matière financière.

Ainsi la lecture d'un audit fiscal, social voire organisationnel pourra conduire l'évaluateur à reconsidérer certaines données financières communiquées notamment si celles-ci ne tiennent pas compte des conclusions d'un de ces audits (par exemple : la capacité logistique d'un bâtiment ne peut excéder 75% de sa capacité théorique dans l'organisation actuelle de la société,



alors que les prévisions d'activité transmises conduisent à des taux de l'ordre de 90% sans évolution organisationnelle).

Après avoir pris connaissance de l'ensemble des conclusions, il ne reste plus à l'évaluateur qu'à rencontrer les opérationnels ainsi que de « creuser » les points sur lesquels il estime, soit que des diligences complémentaires sont nécessaires, soit que les conclusions auxquelles arrivent les auditeurs ne sont pas celles qu'il aurait lui-même formulées.

- **Un apport immédiat pour la valorisation par les multiples**

Les études sur l'utilisation des méthodes d'évaluation mettent en évidence une utilisation quasi-systématique de la méthode des multiples.

Sur la base d'un rapport de due diligences financières complet, un évaluateur aura en sa possession deux des trois éléments nécessaires pour la mise en œuvre de la méthode, hors la prise en compte de son jugement professionnel.

En effet, si le multiple de valorisation restera l'apanage de l'évaluateur, l'audit financier va faire ressortir **un agrégat financier récurrent** ainsi qu'une **dette financière nette** à une date proche de l'évaluation.

Concernant l'agrégat financier, il s'agit le plus souvent de l'EBITDA. Selon les due diligences mais surtout selon le contexte de la cible (forte évolution de sa rentabilité par croissance, restructuration, stabilité des données financières,...), il sera déterminé un montant récurrent ou un montant normatif de l'EBITDA. Dans les deux cas, l'auditeur aura pris soin d'identifier l'ensemble des produits et des charges qui doivent être retraités (exclus ou intégrés) dans la rentabilité d'exploitation. Il est même possible de procéder à des retraitements économiques comme la prise en compte de charges de personnel à un niveau de marché, voire à intégrer des dépenses non supportées par la société alors même que cette dernière en est la bénéficiaire effective.

Ces travaux sont généralement réalisés sur l'exercice en cours ainsi que sur le dernier exercice clos, permettant à l'évaluateur de disposer de plusieurs agrégats de nature à réaliser des analyses de sensibilité.

La construction de la dette financière, bien qu'elle réponde à la volonté de l'auditeur de présenter un endettement financier net économique, est de nature à nécessiter quelques ajustements. En effet, l'évaluateur a une approche plus large de la notion d'endettement financier puisqu'il ne se limite pas aux éléments financiers (emprunts, découverts, disponibilités, CAT,...), et intègre également les flux non pris en compte dans l'EBITDA, soit généralement les actifs et passifs hors exploitation, les provisions qui ne sont pas à caractère de réserve ou non prises en compte dans le besoin en fonds de roulement lié à l'exploitation, certains engagements comme les indemnités de fin de carrière,....

De plus certains éléments financiers peuvent différer dans leur traitement. Il en est ainsi des comptes de trésorerie bloqués (CAT par exemple) qui peuvent être exclus de l'endettement financier net disponible présenté dans la due diligence, alors que l'évaluateur les retiendra.

Malgré ces quelques différences et nonobstant un travail d'analyse sérieux et exhaustif des conclusions présentées, l'audit d'acquisition est un formidable outil pour l'évaluateur dans la mise en œuvre de la méthode des multiples.

- **Un apport majeur dans l'analyse du plan d'affaires, et donc dans la mise en œuvre de la méthode des DCF**

Même s'il est peu fréquent que l'auditeur fasse l'analyse du plan d'affaires de la cible (il se limite souvent à l'atterrissage de l'exercice en cours), il n'en demeure pas moins que l'ensemble des diligences menées et des conclusions énoncées sont de nature à permettre à l'évaluateur de prendre plus rapidement et efficacement la mesure du prévisionnel transmis.

Outre l'analyse financière rigoureuse des derniers états financiers présentée dans le rapport de due diligences et l'avis sur la dernière situation comptable disponible, l'évaluateur pourra fonder son jugement sur les conclusions des audits commerciaux, industriels voire stratégiques.

L'ensemble des informations immédiatement disponibles lui permettront de concentrer ses analyses et réflexions sur la compréhension des *drivers de valeur*, éléments qui ne sont pas mis en avant dans l'ensemble des rapports de due diligences.

La possibilité pour un évaluateur de disposer des rapports de due diligences menées sur la société évaluée est une opportunité pour celui-ci de construire son jugement professionnel sur la base de travaux réalisés par d'autres professionnels.

Cette situation confortable pour l'évaluateur lui permet également de disposer d'une analyse pertinente sur :

- D'une part l'évolution du besoin en fonds de roulement, mettant en évidence les situations inhabituelles du BFR à la clôture de l'exercice (ex : décalages de règlements), les effets de saisonnalité, l'impact des montages déconsolidant (factoring,...), ou encore la sensibilité du BFR aux variations d'activité,
- D'autre part une analyse des évolutions des investissements quel que soit leur nature juridique (acquisition, leasing,...), en distinguant les investissements de croissance d'une part, et les investissements de renouvellement / maintenance, d'autre part. Cette analyse est également généralement très utile pour apprécier la corrélation entre les variations d'activité et les investissements (quels investissements ont été nécessaires pour générer une croissance de l'activité).

***Benoit Nowaczyk,
Associé ORFIS BAKER TILLY, département évaluation financière,
Responsable A3E junior.***

Lettre ouverte aux lecteurs : Questions / réponses

Question : je souhaite acquérir une entreprise. Je souhaite utiliser 2 méthodes : la méthode des multiples sur la base de 6 fois l'EBITDA, et la méthode des DCF. Par cohérence avec la méthode des multiples, je souhaite ne retenir par cohérence que 6 années de flux prévisionnels, ce qui revient à ne pas prendre en compte de valeur terminale. Je n'ai pas encore fait les calculs, mais cette position vous semble-t-elle pertinente / défendable ?

Réponse : cette position n'est généralement pas pertinente, ni défendable. En effet :

En ce qui concerne la méthode des multiples, valoriser l'entreprise sur la base de 6 fois son EBITDA ne signifie pas que l'on ne prend en compte que 6 années de résultat. C'est une erreur communément effectuée. Dire que l'on valorise l'entreprise sur la base de 6 fois son EBITDA revient en fait à dire que l'on actualise à l'infini un « flux » à un taux égal à l'inverse du multiple.

Le multiple à retenir n'est pas « tiré d'un chapeau ». C'est le diagnostic approfondi qui doit permettre de déterminer le multiple le plus pertinent dans le contexte de la société en mettant en œuvre une démarche rigoureuse (sélection d'un échantillon de sociétés comparables,...), reposant essentiellement sur des données de marché.

En ce qui concerne la méthode des DCF, il serait erroné, comme envisagé, de vouloir caller le nombre d'années de flux retenues dans le calcul du multiple, pour différentes raisons.

La méthode des DCF repose sur l'analyse des flux futurs actualisés ; ainsi, 2 problématiques se présentent :

- *D'une part*, les flux à prendre en compte. Habituellement, 3 périodes sont retenues : le budget détaillé, compris généralement entre 1 et 3 ans, une extrapolation, comprise généralement entre 2 et 4 ans, et la valeur terminale. L'horizon explicite est généralement de 5 ans, mais il peut dans certains cas être plus long (contrats dans le nucléaire,...), ou plus court (nouvelles technologies). Chaque période repose sur une hypothèse de génération de flux nets (flux générés par la rentabilité nette d'impôts, le BFR et les investissements).
- *D'autre part*, le *taux d'actualisation*, qui tient compte du risque lié à la génération de flux, qui, dans son calcul, tient compte de différents éléments liés au marché, au secteur d'activité, ou à des risques spécifiques à l'entreprise.

Ainsi, ne pas retenir de valeur terminale *par principe* est une aberration, s'il n'existe pas une justification économique « solide » (ex : valorisation d'un contrat isolé générant des flux sur un horizon limité pour une raison juridique, technique ou économique). Ce serait contraire au principe de continuité d'exploitation.

Certes, pour le calcul de la valeur terminale, le flux net généré se rapproche de 0 sur une très longue période,..., ce qui ne signifie pas pour autant que la valeur terminale est proche de 0.

Le diagnostic stratégique et financier doit permettre d'identifier la capacité de l'entreprise à maintenir durablement un niveau d'avantage économique compétitif, et de déterminer le taux d'actualisation approprié, qui dans le principe, peut être différent selon les périodes, et notamment conduire à une rente décroissante pour la valeur terminale (méthode du cash flow fade).

En pratique, la construction des multiples et des DCF repose sur des démarches différentes tant au niveau de la méthode que des paramètres utilisés.

En ce qui concerne la méthode :

- la méthode des multiples est une méthode analogique calculée à partir de données « de marché » : transactions comparables ou multiples boursiers.
- en revanche, les DCF font partie des méthodes intrinsèques, dont certains paramètres (principalement le taux d'actualisation) sont calculés par rapport à des hypothèses de marché.

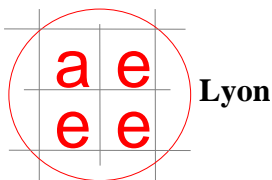
En ce qui concerne les « flux » utilisés :

- le multiple d'EBITDA (l'EBITDA étant l'expression d'un flux, ce qui n'est pas totalement vrai pour l'EBIT) fait référence uniquement à la rentabilité actuelle de la société avant impôts ; les perspectives et plus généralement les autres composantes sont censées être prises en compte via le multiple utilisé,
- alors que les flux utilisés pour les DCF reposent sur l'analyse des flux nets (rentabilité, impôts, BFR et investissements).

En ce qui concerne les indicateurs auxquels les multiples sont appliqués :

- le multiple d'EBITDA est généralement l'expression d'un flux, mais qui ne traduit que les flux liés à la rentabilité d'exploitation avant impôts,
- l'EBIT comprend des charges calculées sans contreparties en termes de flux, comme les dotations nettes aux amortissements et provisions,
- dans le cas de l'EBITDA et l'EBIT, les perspectives, et plus généralement les autres natures de flux, sont censées être prises en compte via le multiple utilisé,
- les flux utilisés pour la méthode des DCF (flux de trésorerie actualisés) comprennent non seulement les flux liés à la rentabilité d'exploitation avant impôts, mais également les flux liés aux impôts, au besoin en fonds de roulement, et aux investissements.

Ainsi, il n'y a pas plus de lien direct entre l'inverse du multiple et le taux d'actualisation utilisé pour la méthode des DCF qu'il n'y en a entre le multiple et le nombre d'années de flux retenu (cf supra). Retenir par simplification pour le multiple d'EBITDA l'inverse du taux d'actualisation utilisé pour la méthode des DCF serait généralement une erreur.



Mettre en œuvre une approche par les multiples et par la méthode des DCF sans calcul de valeur terminale conduirait très certainement à un écart très significatif entre ces 2 méthodes.

Or, nous ne rappellerons jamais assez l'importance de l'approche multi-critères qui est un garde-fou essentiel dans le process d'évaluation : l'analyse des écarts significatifs entre différentes méthodes jugées pertinentes est indispensable : elle peut révéler des erreurs dans la mise en œuvre, des incohérences dans les hypothèses économiques ou actuarielles retenues, l'utilisation d'une méthode non appropriée...

Les écarts entre les méthodes peuvent être très significatifs dans certains cas (ex : start-up). Pour les entreprises dites « matures », la bonne pratique des évaluateurs consiste à retenir un niveau d'écart présumé acceptable de 20%.

Nous sommes très circonspects vis-à-vis de la solution de facilité qui consiste à effectuer des moyennes simples ou pondérées, pour se dispenser de l'analyse des écarts : la moyenne n'est adaptée que si les méthodes sont justifiées et correctement mises en œuvre.

Pour finir, nous attirons votre attention sur l'intérêt de la méthode de la rente abrégée du goodwill, qui pose la question de la durée de la rente abrégée à retenir (période sur laquelle l'entreprise est capable de maintenir un avantage compétitif, une rente de création de valeur, soit une rentabilité réelle supérieure à la rentabilité attendue). Cf rapport A3E diffusé en novembre 2014, et disponible sur le site.

Cette méthode, **lorsqu'elle peut être mise en œuvre (elle est généralement compliquée à mettre en œuvre pour les groupes)**, est en effet un bon compromis entre la méthode des multiples et celle des DCF. Elle a notamment l'avantage de raisonner en rentabilité des capitaux investis (alors que la méthode des multiples raisonne en rentabilité du CA), et de mettre en évidence un écart entre la valeur réelle calculée, et le montant de l'actif net comptable (alors que les méthodes globales telles que la méthode des multiples et celle des DCF, ne font pas de lien avec la valeur comptable de la société évaluée).

Christophe VELUT

**Président A3E
Directeur général associé –
ORFIS BAKER TILLY**