



GUIDE DE BONNES PRATIQUES
EN MATIÈRE DE **VALORISATION**
VENTURE & GROWTH CAPITAL

SYNTHÈSE



Préface

Chers Membres,

Parce qu'un guide de bonnes pratiques en matière de valorisation *venture capital* et *growth capital* manquait, France Invest et sa Commission *Venture & Growth* l'ont réalisé.

Fruit d'un travail conséquent réalisé entre sociétés de gestion et valorisateurs indépendants, il entend compléter les lignes directrices de l'IPEV et les éclairer de recommandations et d'exemples concrets.

Car dans un contexte de marché plus complexe, avec des *LPs* qui, de façon légitime, challengent les sociétés de gestion, notamment sur les écarts de valorisation entre différents gérants, il est essentiel de montrer la rigueur de nos processus et leur qualité ainsi que de disposer de repères partagés pour faire converger nos pratiques dans un souci de transparence et d'exemplarité.

La sélection des cibles d'investissement n'est volontairement pas abordée dans ce guide pour se concentrer sur la gouvernance, les processus de valorisation, les notions clés nécessaires à l'exercice, les différentes méthodes et les informations à communiquer aux *LPs*.

Ce guide se veut opérationnel, pratique, et immédiatement applicable tout en s'attachant au respect des choix stratégiques de chaque acteur. Il est principalement destiné aux gérants mais peut aussi être partagé avec les *LPs* selon les besoins, afin de garantir une compréhension commune de la valorisation.

Nous tenions à remercier chaleureusement tous ceux qui ont contribué à l'élaboration de ce guide : il reflète notre engagement à promouvoir l'excellence et la rigueur au sein de notre profession.

Bertrand Rambaud, Président de France Invest

Préambule

Le guide vise à fournir de la clarté au marché et permet d'orienter les membres de France Invest de manière opérationnelle. Il est conçu sous forme de fiches pratiques pour faciliter la navigation dans le document selon les sujets d'intérêt.

Cette synthèse a vocation à faciliter la lecture du guide détaillé. Pour plus d'informations, il est approprié de s'y référer. Dans chaque fiche détaillée, un éclairage est donné au [guide de l'IPEV](#) ainsi que la présentation de cas pratiques.

Le guide est structuré en quatre chapitres principaux :

CHAPITRE 1 : GOUVERNANCE ET PROCESS

Ce chapitre traite des bonnes pratiques de gouvernance et des processus de valorisation

FICHE 1 Gouvernance

FICHE 2 Process

CHAPITRE 2 : NOTIONS CLÉS DE VALORISATION

Ce chapitre aborde les notions fondamentales nécessaires pour la valorisation des sociétés de *venture* et de *growth* à savoir :

FICHE 3 Référence aux investissements récents et décomposition du prix de l'investissement récent (étalonnage)

FICHE 4 Tours de financement à venir et offres indicatives

FICHE 5 Actualisation du prix

FICHE 6 Provisions

FICHE 7 *Backtesting*

FICHE 8 Prise en compte des droits associés à chaque classe d'actif

FICHE 9 Prise en compte des facteurs ESG dans la valorisation

CHAPITRE 3 : MÉTHODES DE VALORISATION

Ce chapitre détaille les différentes méthodes de valorisation utilisées pour estimer la *juste valeur* des investissements

FICHE 10 Méthodes de comparables de marché (comparables boursiers et transactions comparables)

FICHE 11 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

FICHE 12 Méthodes basées sur des scénarios (*Probability-Weighted Expected Return Method - PWERM*)

FICHE 13 Méthodes optionnelles (*Option Pricing model - OPM* ou *Contingent Claim Analysis - CCA*)

FICHE 14 Méthode de la valeur Actuelle (*Current Value Method - CVM*)

FICHE 15 Méthode hybride

FICHE 16 Approche pour le *venture*

CHAPITRE 4 : TRANSPARENCE

Le dernier chapitre met l'accent sur la transparence vis-à-vis des investisseurs dans le processus de valorisation et la communication des informations.

FICHE 17 Transparence vis-à-vis des *LPs*

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche résume les bonnes pratiques en insistant sur la gouvernance à mettre en place pour la valorisation des actifs des Fonds.

RAPPEL RÉGLEMENTAIRE

Les bonnes pratiques doivent être analysées au regard de l'article 19 de la Directive 2011/61/UE qui comprend des dispositions sur les procédures appropriées mais aussi des dispositions spécifiques à l'expert externe, et l'article 73 du règlement délégué 231/2013 qui exige des garanties professionnelles pour l'expert externe.

1. Existence d'une fonction de valorisation interne

- **Recours à une fonction de valorisation interne** : non systématique. Si non présente, un évaluateur externe doit être utilisé.
- **Indépendance de la valorisation** : l'évaluateur ne doit pas être impliqué dans le suivi des investissements du FIA. Il est recommandé d'affecter cette fonction à la Direction Financière, Contrôle Financier, Comptabilité ou à défaut au secrétariat général.
- **Rôle des équipes d'investissement** : collecte des données quantitatives et qualitatives, communiquées ensuite à l'évaluateur indépendant. Toute valorisation réalisée en amont doit être discutée avec l'évaluateur indépendant.

2. Recours à un expert externe

- **Conditions de recours** : nécessaire si la fonction d'évaluateur interne n'existe pas ou ne remplit pas les conditions d'indépendance.
- **Rôle de conseil** : certaines sociétés de gestion peuvent utiliser un expert indépendant à titre de conseil.

3. Fonctionnement du comité de valorisation

- **Composition du comité** : devrait inclure l'évaluateur interne ou externe, les organes de gouvernance, les responsables des fonctions corporate (Direction Financière, RCCI), et les Directeurs/Associés d'investissement. Le commissaire aux comptes doit être présent lors des réunions semestrielles et annuelles.
- **Gestion des désaccords et formalisation** : les réunions doivent faire l'objet de comptes-rendus détaillant les fiches de valorisation, les critères retenus, et les décisions prises. Les écarts par rapport à l'évaluateur indépendant doivent être documentés. La bonne pratique est la recherche de consensus en cas de désaccord, la décision finale relevant de la responsabilité du comité de valorisation.

4. Gouvernance et principes de valorisation dans la documentation juridique

(Directive 2011/61/UE et règlement délégué 231/2013).

- **Conformité** : les procédures doivent être établies conformément au règlement du FIA ou à ses documents constitutifs.
- **Références** : l'utilisation des guidances de l'IPEV est recommandée. Bien que non exigée, elle est à favoriser.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche résume les bonnes pratiques en matière de procédures à adopter pour la valorisation des actifs des fonds.

RAPPEL RÉGLEMENTAIRE

Les bonnes pratiques sont à analyser au regard de l'article 19 de la Directive 2011/61/UE, dont notamment son alinéa 1.

1. La fréquence de lancement du process de valorisation

La bonne pratique de place repose sur une valorisation trimestrielle. S'agissant de la valorisation semestrielle, celle-ci fait l'objet d'une revue par le commissaire aux comptes (revue limitée sur base semestrielle et audit annuel). Cependant, certaines sociétés de gestion effectuent des valorisations mensuelles pour des raisons techniques liées à la commercialisation des parts de fonds.

2. Les étapes de valorisation des lignes d'investissement

Les informations nécessaires à la valorisation des portefeuilles sont collectées par les équipes d'investissement. La valorisation est ensuite préparée selon les organisations :

- Par les équipes d'investissement, puis débattue en comité de valorisation,
- Par les équipes financières internes et/ou le valorisateur indépendant,
- Par l'expert indépendant externe, si retenu.

Le comité de valorisation puis l'évaluateur valident les valeurs retenues, qui sont transmises au délégué comptable pour établir la valeur liquidative des parts du fonds.

3. Backtesting de valorisation lors d'une opération de sortie

Les guidances de l'IPEV imposent un backtesting en cas de sortie, analysant l'écart entre le prix de sortie et la juste valeur déterminée lors de la dernière publication de valeur liquidative. Cela permet de vérifier si les informations connues ou connaissables étaient correctement prises en compte.

4. Cas spécifiques impliquant d'adapter les processus

Détention de participations cotées

Pour les participations cotées, les équipes d'investissement n'interviennent pas, la référence étant les données de marché. Les décotes sont limitées aux restrictions imposées par les pouvoirs publics.

Opérations sous offre indicative

Les offres reçues par la société de gestion peuvent être prises en compte sous réserve du respect des conditions prévues aux guidances de l'IPEV. Ce point est traité dans la fiche 4.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche présente les recommandations de l'IPEV concernant l'utilisation des investissements récents comme base pour estimer la juste valeur, en mettant l'accent sur la méthode d'étalonnage plutôt que sur l'utilisation du coût initial ou du dernier tour de financement comme techniques de valorisation autonomes. Il est important de se référer à la fiche détaillée beaucoup plus développée.

1. Recommandations de l'IPEV

Évolution de la méthode :

- Historiquement, la valorisation en VC/*Growth* se fondait souvent sur le prix de l'investissement récent ou sur le dernier tour de financement.
- La méthode a évolué avec la version de décembre 2022 des lignes directrices de l'IPEV, remplaçant la méthode du "coût" par la méthode d'"étalonnage à partir du prix d'un investissement récent".

Étalonnage :

- Le prix d'un investissement récent ne doit pas être utilisé comme une technique de valorisation autonome.
- La Juste Valeur doit être estimée à chaque date de valorisation en utilisant des techniques appropriées.
- L'étalonnage du prix de l'investissement récent implique de décomposer ce prix et de suivre les paramètres du modèle financier d'évaluation dans le temps, en ajustant les agrégats financiers et les multiples en fonction des évolutions du marché et des risques spécifiques de la société en portefeuille.

2. Bonnes pratiques

1. Étalonnage pour une société profitable (EBITDA > 0) :

- Utiliser le multiple d'acquisition et le comparer aux multiples des sociétés comparables.
- Ajuster le multiple d'acquisition en fonction de l'évolution des multiples du marché et des conditions spécifiques de l'entreprise.

2. Référence au dernier tour de financement :

- Expliquer et documenter pourquoi la Juste Valeur peut être égale au prix d'acquisition récent, mais ne pas l'utiliser automatiquement.
- Effectuer un étalonnage si réalisable, pour dériver un multiple d'acquisition à partir du coût d'acquisition.

3. Cas pratique

Exemple d'étalonnage :

- Pour une société, ayant récemment réalisé un tour de financement, et actuellement en discussion pour un nouveau tour, utiliser une approche prospective PWERM avec plusieurs scénarios futurs :
 - Scénario 1 : Nouveau tour de financement avec une offre indicative, avec une probabilité de 80 %.
 - Scénario 2 : Non-réalisation de l'offre et étalonnage du prix de l'investissement récent, avec une probabilité de 10 %.
 - Scénario 3 : Liquidation de la société, avec une probabilité de 10 %.

4. Décotes et Surcotes

- Les décotes peuvent être dérivées du processus d'étalonnage, prenant en compte les risques spécifiques liés à l'investissement.
- Une surcote peut survenir si les perspectives de croissance sont plus élevées que celles des sociétés comparables.

Utilisation de l'étalonnage :

- L'étalonnage est essentiel pour évaluer la Juste Valeur en tenant compte des changements de marché et des risques spécifiques.
- Suivre les initiatives de création de valeur et ajuster les valorisations en conséquence.
- Utiliser des techniques appropriées basées sur les données de marché et les hypothèses des participants de marché pour estimer la Juste Valeur.

FICHE 4 Tours de financement à venir et offres indicatives

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche traite de la prise en compte des offres indicatives et des tours de financement à venir dans la valorisation d'une entreprise

1. Recommandations de l'IPEV

Offres indicatives :

- Les offres indicatives émises par des tiers peuvent fournir une information utile de la Juste Valeur d'une entreprise récemment acquise.
- Ces offres peuvent concerner l'intégralité ou une partie de l'entreprise, ainsi que le refinancement de dettes privées ou de capital.
- Avant de considérer ces offres comme des indications de Juste Valeur, il est néanmoins important de comprendre les motivations des auteurs des offres :
 - Offres délibérément élevées pour initier des négociations.
 - Offres délibérément basses si l'acheteur perçoit que le vendeur est contraint de vendre.
- Ces offres peuvent également être basées sur des informations insuffisantes, rendant leur fiabilité discutable.
- Bien qu'elles puissent soutenir une valorisation, elles ne suffisent pas à elles seules pour établir la Juste Valeur.
- Lorsque les offres évoluent vers un contrat signé, elles gagnent en pertinence, à condition de prendre en compte les conditions et circonstances entourant la transaction.
- La Juste Valeur doit reposer sur des informations qui étaient connues ou connaissables à la date de valorisation

Tours de financement à venir :

- Les valorisations basées sur des tours de financement à venir doivent être rigoureusement documentées et auditables.
- Les offres fermes issues de processus compétitifs avec des investisseurs sophistiqués doivent être intégrées dans l'analyse tout en considérant le risque de non-réalisation.
- Il est important de ne pas se baser uniquement sur des discussions verbales ou des offres non documentées, surtout si la société manque de trésorerie pour les 18 prochains mois. (voir exemple dans la fiche détaillée).

2. Cas pratique: la méthode PWERM (Probability-Weighted Expected Return Method)

- Cette méthode est recommandée pour appréhender différents événements à venir (tour de financement, cession M&A, IPO, liquidation, etc.) en tenant compte des scénarios probabilisés.
- Exemple :
 - Une société ayant réalisé un tour de financement il y a 18 mois et actuellement en discussion pour un nouveau tour
 - Trois scénarios futurs peuvent être envisagés :
 - Scénario 1 Réalisation du nouveau tour de financement avec une offre indicative (probabilité de 80 %).
 - Scénario 2 Non-réalisation de l'offre et valorisation basée sur le prix de l'investissement récent, avec suffisamment de trésorerie pour quelques mois supplémentaires (pondération de 10 %).
 - Scénario 3 Liquidation de la société en l'absence de trésorerie et de réussite dans la levée de fonds (pondération de 10 %).
 - Les valeurs associées à chaque scénario sont actualisées et probabilisées pour obtenir une estimation fiable (voir fiche détaillée). Idéalement, le modèle est calibré et rattaché au dernier tour de financement.

FICHE 5 Actualisation du prix

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche présente les recommandations de l'IPEV et des bonnes pratiques pour estimer la juste valeur des investissements, en se basant sur les points de vue des participants de marché et en tenant compte des éléments qualitatifs et quantitatifs. Il est important de se référer à la fiche détaillée beaucoup plus développée.

1. Principes clés de l'IPEV

Estimation de la Juste Valeur :

- Estimer la Juste Valeur à chaque date d'évaluation, lorsque la NAV fondée sur la Juste Valeur est communiquée aux investisseurs.
- Utiliser le prix d'un investissement récent pour calibrer les données des modèles de valorisation, si représentatif de la Juste Valeur.
- Étalonnage imposé par les normes comptables (IFRS 13).

Point de vue des participants de marché :

- Utiliser ce point de vue pour estimer la Juste Valeur à chaque date d'évaluation.
- La Juste Valeur peut être identique à celle d'une date antérieure si les conditions n'ont pas évolué (environnement économique, marché, profil de la société), mais le prix d'un investissement récent ne correspond pas automatiquement la Juste Valeur.
- Plutôt que de revaloriser, les recommandations de l'IPEV invitent à estimer la Juste Valeur d'un investissement à chaque date de publication.

2. Défis pour les praticiens

De nombreux professionnels se questionnent sur la manière de traduire les jalons qualitatifs en ajustements de valorisation quantitatifs. Certains hésitent à le faire, invoquant la difficulté de quantifier objectivement ces jalons positifs ou négatifs. Pourtant, il est essentiel de prendre en compte le point de vue des participants de marché, ainsi que les conditions actuelles des marchés et l'évolution de la société depuis la dernière date de valorisation.

3. Milestones généralement utilisés

- **Financiers** : croissance du chiffre d'affaires, rentabilité, consommation de trésorerie, respect des covenants.
- **Techniques** : stades de développement, cycles de tests, approbations de brevets, autorisations réglementaires.
- **Marketing et commerciaux** : enquêtes clients, phases de tests, lancement sur le marché, part de marché.

4. Évaluation des Milestones

- Examiner les variations des résultats par rapport aux prévisions.
- Considérer les changements dans le marché, l'économie, et les performances de la société à valoriser.

5. Ajustements de la Juste Valeur par l'évaluateur

Indications de Variation :

- Si indication de variation, estimer l'ajustement par rapport à la dernière Juste Valeur communiquée.
- Utiliser des données objectives et tenir compte du point de vue d'un participant de marché.

Jugement Professionnel :

- La nécessité et l'ampleur des ajustements dépendent du jugement de l'évaluateur.
- Documenter les hypothèses et les paramètres de valorisation.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit les recommandations de l'IPEV concernant la valorisation des investissements, en particulier l'estimation de la juste valeur à chaque date d'évaluation et les bonnes pratiques de provisionnement.

1. Recommandation de l'IPEV : constatation de dépréciations

- Les recommandations IPEV n'incluent pas la constatation immédiate de moins-values latentes, contrairement à certains référentiels comptables français qui appliquent le principe de prudence.
- L'IPEV promeut la Juste Valeur, qui implique la constatation de moins-values et de plus-values.
- La Juste Valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation, notamment lorsque la NAV du fonds est communiquée aux investisseurs.

2. Règles de provisionnement

Les règles de provisionnement sont largement mises en place et compatibles avec les recommandations de l'IPEV si elles respectent la définition de la Juste Valeur (constatation des moins-values latentes mais aussi des plus-values latentes).

3. Bonnes pratiques

Investissements très récents (Seed) :

- Prévoir que certains investissements se solderont par des pertes.
- Utiliser des systèmes de provisionnement basés sur des arbres de décision, en cohérence et réconciliables avec la Juste Valeur.
- Les prix d'acquisition provisionnés doivent refléter la vision d'un participant de marché.

Politiques de décotes par paliers :

- Par exemple décotes de 10 %, 25 %, 50 %, 75 %, 90 % basées sur des jalons négatifs tels que :
 - POC non développé
 - Produit non commercialisé
 - Absence de clients
 - Cash runway problématique
 - Absence de nouvelles levées de fonds
 - Manque de soutien des actionnaires actuels
 - Procédure collective

4. Méthode de valorisation par Scénarios Pondérés Actualisés (PWERM)

- Les provisions à constater peuvent résulter d'une valorisation issue de la méthode PWERM, qui permet d'intégrer des scénarios de restructuration, faillite ou liquidation judiciaire.
- Le jugement professionnel, parfois avec l'aide de conseillers, est essentiel pour documenter les choix faits face à ces situations.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche présente le *backtesting*, un processus de vérification des écarts entre le prix de sortie et la juste valeur évaluée précédemment, afin d'améliorer la rigueur du processus d'estimation de la juste valeur.

1. Recommandations IPEV

Objectifs du *backtesting* :

- Comprendre les écarts entre le prix de sortie et la Juste Valeur précédemment évaluée.
- Préciser les informations connues ou connaissables à la date d'évaluation.
- Évaluer comment ces informations ont été prises en compte pour obtenir les estimations de la Juste Valeur les plus récentes.
- Déterminer si les informations étaient correctement intégrées pour évaluer la Juste Valeur par rapport au prix de sortie réel.

Méthode : comparaison des valorisations

- Comparer l'estimation la plus récente de la Juste Valeur à un événement de liquidité effectif (cession, introduction en Bourse, tour de financement) ou anticipé.
- Utiliser le prix de transaction pour renforcer la rigueur du processus d'estimation de la Juste Valeur.

Le *backtesting* vise à améliorer le processus de valorisation et notamment à :

- Encourager l'évaluateur à prendre en compte les changements qui ont pu survenir entre la dernière date de valorisation et la dernière date de publication des comptes.
- Fournir des indications pour améliorer les futures évaluations de la Juste Valeur.
- Identifier d'éventuels biais dans le processus de valorisation (ex : hypothèses excessivement prudentes).
- Évaluer la fiabilité des hypothèses utilisées (ex : EBITDA normalisé, endettement net).

2. Types de *backtesting*

Backtesting de Sortie :

- Recommandé par le guide IPEV.
- Consiste à comparer l'évaluation de la Juste Valeur à la réalisation d'un événement de liquidité effectif ou anticipé.

Backtesting Financier :

- Souvent sollicité par les auditeurs.
- Vérifie que les données prévisionnelles utilisées dans les modèles de valorisation correspondent aux données finales publiées et auditées.

3. Cas pratiques

- Si le comité d'investissement d'un fonds se réunit le 15 janvier pour établir les valorisations au 31 décembre de l'année précédente, le chiffre d'affaires de l'année N pourrait ne pas être connu au 15 janvier de l'année N+1.
- Utiliser les données estimatives de l'atterrissage de l'année N fournies par le management de la société en portefeuille pour procéder à la valorisation.
- Le *backtesting* financier vérifiera que ces données estimatives correspondent aux données finales auditées.
- Évaluer la capacité du management de la société en portefeuille à prévoir les principaux agrégats financiers de l'entreprise.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche explique l'importance de prendre en compte les droits attachés aux différents instruments financiers lors des évaluations périodiques, selon les recommandations de l'IPEV. Les préférences de liquidité sont des protections qui permettent de récupérer le montant investi avant les autres investisseurs en cas de scénarios défavorables. Et ces préférences de liquidité peuvent avoir beaucoup de valeurs dans certaines situations défavorables.

1. Recommandations de l'IPEV

Importance des droits des instruments financiers :

- Les instruments financiers détenus par les fonds d'investissement peuvent varier et inclure des droits spécifiques (préférence de liquidité, séniorité, option de conversion).
- Un participant de marché valoriserait différemment une action avec une préférence de liquidité par rapport à une action ordinaire, surtout en cas de difficultés de l'entreprise.

Exemples de scénarios :

- **Scénarios favorables (IPO) :** toutes les actions de préférence sont converties en actions ordinaires, rendant les distinctions de droits moins pertinentes.
- **Scénarios défavorable (Liquidation) :** tous les investisseurs peuvent perdre leur mise, rendant les préférences de liquidité moins pertinentes.
- **Scénarios médians :** les préférences de liquidité ont une valeur réelle et importante, influençant fortement les discussions et négociations lors des nouveaux financements.

D'où la nécessité de bien estimer la Juste Valeur des droits attachés à chaque instrument financier de détention, car ces droits peuvent avoir des valorisations très différentes selon les événements (IPO, liquidation, vente des actifs, nouveau financement).

2. Prise en compte des droits et préférences

Valeur globale (Headline Value) :

- La valeur de toutes les actions multipliées par le prix payé lors du dernier tour de financement tient rarement compte des droits et préférences des différentes classes d'actions.
- La Headline Value ne correspond pas toujours à la valeur réelle des fonds propres de la société. Elle surévalue souvent la valeur des fonds propres de la société car elle attribue aux actions les plus juniors la même valeur que les actions les plus séniors qui viennent de faire l'objet du dernier round.

Quand on procède à l'étalonnage du prix d'un investissement :

- Ne pas appliquer automatiquement la valeur du dernier tour de financement à d'autres catégories de parts sans tenir compte des droits et préférences spécifiques.
- Les autres catégories de parts peuvent ne pas être exposées aux mêmes risques ni assujetties aux mêmes objectifs de rendement.

3. Illustration

- Les entreprises en phase de lancement sont souvent financées avec plusieurs catégories d'actions offrant des droits, privilèges et préférences spécifiques.
- Les évaluateurs doivent déterminer comment chaque catégorie d'actions participerait aux distributions lors d'une vente ou d'un autre événement de liquidité.

Cas des actions de préférence portant intérêt :

- Ces actions peuvent être considérées comme des instruments de dette : il est important d'en obtenir la juste valeur en tenant compte de la qualité de crédit, du coupon et des taux d'intérêt.

4. Bonnes Pratiques

- Répertorier les droits financiers différents des instruments financiers dans la table de capitalisation.
- Comprendre comment la valeur sera partagée entre les classes d'instruments financiers en cas de sortie.
- Avoir une vision claire des préférences de liquidité dans la table de capitalisation
- Différencier la valeur de chaque catégorie d'options avec des méthodes telles que PWERM, CCA/OPM, CVM et la méthode hybride détaillées dans les fiches suivantes du guide.

FICHE 9 Prise en compte des facteurs ESG dans la valorisation

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit comment intégrer les facteurs ESG dans les estimations de la juste valeur des investissements, en suivant les recommandations de l'IPEV. Elle présente des suggestions pour appliquer ces principes.

1. Recommandations de l'IPEV

Inclusion des risques et opportunités ESG :

- Les risques et opportunités liés aux initiatives ESG et à l'environnement réglementaire doivent être inclus dans les estimations de la Juste Valeur, s'ils sont connus ou connaissables à la date d'évaluation.

Impact sur la Juste Valeur :

- **Quantitatif :**
 - Influence favorable ou défavorable sur les flux de trésorerie prévisionnels (sources d'énergie alternatives, charges de personnel, coûts des installations, coûts d'approvisionnement).
 - Modification du profil de risque et de la prime de risque spécifique à l'entreprise.
- **Qualitatif :**
 - Facteurs non quantifiables mais influençant la perception du marché (ex : proximité des zones côtières, diversité au sein de l'équipe, probabilité de mesures gouvernementales).

2. Pratiques de marché

Importance croissante des facteurs ESG :

- Les investisseurs, régulateurs et gouvernements accordent de plus en plus d'importance aux facteurs ESG, nécessitant une approche de valorisation qui les intègre.

Test et Pérennisation des Approches ESG :

- Actuellement, les professionnels testent diverses approches pour intégrer les facteurs ESG, cherchant à les pérenniser si elles répondent aux attentes sans complexifier la mise en œuvre.

Lorsqu'on analyse les réponses du panel interrogé, force est de constater qu'il est encore trop tôt pour dégager de bonnes pratiques observables chez ces répondants car nous n'en sommes qu'au début de la prise en compte de l'ESG dans la valorisation.

Chapitre 3 : méthodes de valorisation

OBJECTIF DU CHAPITRE

Expliquer pourquoi les méthodes classiques de valorisation ne conviennent pas au monde du *Venture* et du *Growth* et présenter les méthodes alternatives recommandées en différentes fiches, en terminant par une fiche spécifique sur le cas particulier du *Venture*.

SERIES DE FINANCEMENT

Les entreprises financées par des acteurs du capital-risque (VC) ou en croissance (*Growth*) obtiennent leur financement par divers tours de financement, appelés séries. Chaque série correspond à une classe d'actions spécifique, conférant des droits, privilèges et préférences uniques. Ces entreprises émettent des actions privilégiées, des actions ordinaires, ainsi que des options ou des bons de souscription. Les actions privilégiées peuvent inclure plusieurs séries de financement successives, chacune ayant des droits différents.

ESTIMATION DE LA JUSTE VALEUR

Pour estimer la juste valeur de l'investissement du fonds, la société de gestion doit considérer comment chaque classe d'actions bénéficierait des distributions futures lors d'une vente ou d'un autre événement de liquidité. Cela influence directement l'estimation de la juste valeur de chaque classe d'actions.

CATÉGORIES PRINCIPALES D' ACTIONS

Les sociétés de portefeuille avec plusieurs classes d'actions les divisent généralement en deux catégories principales : les actions de préférence et les actions ordinaires. Ces structures sont courantes dans les jeunes entreprises financées par des acteurs du *Venture* et du *Growth*.

RISQUES ET OPPORTUNITÉS DES JEUNES ENTREPRISES

Créer de la valeur dans ces jeunes entreprises est souvent risqué. Les investisseurs peuvent les financer dès le début, lorsque leur modèle économique est incertain, qu'elles ont peu d'infrastructure, une équipe de direction incomplète et peu de perspectives immédiates de revenus. Malgré ces défis, elles attirent des capitaux en raison du potentiel de rendements élevés si elles réussissent.

RECHERCHE DE PROTECTION DES INVESTISSEURS

Les investisseurs en *Venture* et en *Growth*, souvent actionnaires minoritaires, cherchent généralement à se protéger contre les pertes et souhaitent exercer un contrôle significatif ou influencer les activités des entreprises de portefeuille. En échange d'investissements en numéraire, ils reçoivent souvent des actions de préférence avec divers droits. Les émissions initiales d'actions ordinaires sont principalement destinées aux fondateurs en échange d'une contrepartie nominale ou d'un faible montant en espèces.

STRUCTURES DE CAPITAL COMPLEXES

Il en résulte que les sociétés de portefeuille ont souvent des structures de capital complexes avec différentes classes d'actions et droits :

1. **Actions ordinaires** : dans le capital-investissement type *PE/Buy Out*, les actions ordinaires sont couramment utilisées pour financer le rachat des actionnaires existants avec un investissement initial important, souvent en créant une société holding sous forme de société à responsabilité limitée. En revanche, dans les sociétés en *Venture* ou *Growth*, les actions ordinaires sont généralement réservées aux fondateurs, tandis que les fonds d'investissement préfèrent investir par le biais de séries avec des préférences de liquidité.
2. **Actions de préférence** : financement par une série de tours, généralement négociés indépendamment, chaque série impliquant différents investisseurs ce qui implique des classes d'actions privilégiées avec différents droits et préférences.
3. **Autres instruments financiers de fonds propre ou quasi-fonds propres** : instruments optionnels et/ou convertibles (BSA, obligations convertibles, etc.) générant une dilution potentielle et qui doit être prise en compte dans la valorisation.

OBJECTIFS DE LIQUIDITÉ

Les entreprises détenues par des acteurs du *Growth* ou du *Venture* cherchent à obtenir de la liquidité par

une introduction en bourse (IPO), une vente, ou des opérations de refinancement ou de rachat d'actions.

LIMITES DES MÉTHODES CLASSIQUES DE VALORISATION

Certaines méthodes présentées dans ce guide permettent d'appréhender et de déterminer l'estimation de la juste valeur des différentes catégories d'actions en fonction des paiements futurs au moment de l'événement de liquidité.

Il n'existe pas de méthode de valorisation unique pour valoriser tous les droits économiques attachés aux actions préférentielles et ordinaires dans l'écosystème *VC/Growth*. Chaque méthode a ses avantages et inconvénients, et le choix dépend de la nature de l'entreprise et des caractéristiques spécifiques des actions. L'utilisation du jugement est essentielle pour sélectionner une méthodologie raisonnable adaptée aux circonstances. Il peut être approprié d'en utiliser plusieurs pour corroborer les résultats. Il peut être approprié de les utiliser en plus ou en combinaison des méthodes de valorisation plus traditionnelles (DCF, approche de marché).

MÉTHODES RECOMMANDÉES DE VALORISATION

Pour les investissements en *Growth* ou en *Venture*, le guide IPEV recommande quatre méthodes couramment utilisées :

1. Méthodes basées sur des scénarios (*PWERM - Probability-Weighted Expected Return Method*)
2. Méthodes optionnelles (*OPM - Option Pricing Model* ou *CCA - Contingent Claim Analysis*)
3. Méthode de la valeur actuelle (*CVM - Current Value Method*)
4. Méthode hybride

Les méthodes basées sur des scénarios, les modèles optionnels, la valeur actuelle et les approches hybrides offrent des solutions mieux adaptées pour estimer la juste valeur des investissements dans ces entreprises. Le guide France Invest donne également des éléments de compréhension sur la méthode de comparables de marché, la méthode des DCF et une approche spécifique pour le *venture*.

1. Recommandations IPEV

1. Comparables Boursiers

La valorisation d'une entreprise peut être réalisée en utilisant des multiples de résultats ou de chiffre d'affaires, selon le stade de développement, le secteur d'activité et la zone géographique de l'entreprise. L'évaluateur doit :

- Appliquer un multiple approprié et raisonnable en tenant compte de la taille, du profil de risque et des perspectives de croissance de l'entreprise.
- Ajuster la valeur d'entreprise pour inclure les actifs excédentaires, les passifs excédentaires, et autres facteurs pertinents.
- Déduire la valeur des instruments financiers de rang supérieur pour obtenir la valeur d'entreprise attribuable.
- Répartir cette valeur entre les différents instruments financiers en se basant sur le point de vue des participants du marché, nécessitant un jugement pour évaluer ce point de vue.

2. Transactions Comparables

La méthode des transactions comparables présente des atouts indéniables :

- Les transactions récentes de sociétés similaires peuvent servir de référence pour déterminer un multiple raisonnable.
- Les multiples issus de transactions récentes sont parfois plus pertinents que les multiples cotés car ils concernent le transfert de la totalité d'une société.

Mais elle présente des limites importantes, des obstacles pouvant rendre ces données inutilisables :

- Absence de données financières prospectives et d'informations pour ajuster les différences.
- Fiabilité et transparence moindres des résultats des sociétés non cotées.
- Temps écoulé depuis la transaction.
- Questions de réputation liées aux facteurs ESG.
- Évolution des conditions de marché.
- Manque de données fiables sur le prix de la transaction.

L'évaluateur doit juger si les multiples de transaction, les multiples des sociétés comparables, ou une combinaison des deux, refléteraient le mieux le point de vue des participants de marché à la date d'évaluation.

2. Bonnes pratiques

1. Approche de marché calibrée

Le guide IPEV recommande d'utiliser et de calibrer les transactions récentes pour évaluer les investissements. La transaction la plus récente est privilégiée, car elle reflète les caractéristiques actuelles de la société. L'étalonnage consiste à décomposer le prix d'acquisition récent (par exemple, 3x les revenus) et à ajuster cette valorisation en fonction des évolutions des revenus, des flux de trésorerie. Il est important de tenir compte du point de vue d'un participant de marché sur l'évolution du multiple à appliquer au regard de l'évolution des multiples des sociétés cotées comparables.

2. Échantillon de sociétés comparables instable

Pour assurer une valorisation cohérente dans le temps, il est important de maintenir un échantillon stable de sociétés comparables. Cependant, des événements tels que les IPO ou les faillites peuvent faire sortir les sociétés de l'échantillon. Dans ces cas, il peut être nécessaire de recalibrer la valorisation initiale pour refléter l'échantillon renouvelé. La qualité des sociétés comparables est plus importante que leur quantité, et dans certains cas, une seule société peut être utilisée comme référence. En pratique, il est courant de retenir soit la moyenne, soit la médiane des valeurs des sociétés comparables pour chaque évaluation périodique. Il peut aussi être pertinent de définir plusieurs échantillons si la société évaluée opère dans divers écosystèmes.

3. Pénurie de sociétés comparables ou de transactions

Lorsque les références comparables sont rares, il est important d'évaluer leur pertinence. Si ces références sont solides, elles peuvent être utilisées, sinon, il est nécessaire d'explorer d'autres méthodes de valorisation pour obtenir une perspective plus complète. Une approche multicritère peut également être envisagée pour trianguler les résultats et fournir une analyse plus robuste aux investisseurs.

4. Bases de données pour les comparables

- Pour les sociétés comparables : Bloomberg (<https://www.bloomberg.com/europe>) ; LSEG (<https://www.lseg.com/en>) ; Infront Analytics (<https://www.infrontanalytics.com>) ; S&P Capital IQ / S&P Capital IQ
- Pour les transactions : Epsilon Research (<https://www.epsilon-research.com/>) ; Merger market

1. Recommandations IPEV

Technique d'évaluation basée sur des flux de trésorerie actualisés (DCF)

- ▶ **Principe de base** : Cette méthode évalue la valeur d'une entreprise en calculant la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs ou des résultats futurs.
- ▶ **Flexibilité** : Applicable à tout type de flux de trésorerie ou de résultats, ce qui la rend utile pour des investissements en capital-investissement qui ne peuvent pas être évalués par d'autres techniques.
- ▶ **Peut être utilisée pour des entreprises en période de grands changements** (financement de sauvetage, repositionnement stratégique, pertes).

Limites de la Technique des DCF

- ▶ **Nécessité de prévisions détaillées** : exige des prévisions précises de flux de trésorerie et une estimation de la « valeur terminale » ainsi qu'un taux d'actualisation ajusté du risque approprié.
- ▶ **Subjectivité** : Les estimations et les prévisions impliquent des jugements subjectifs, ce qui rend la valeur actuelle sensible aux variations de ces données.

Normes Comptables et Techniques d'Évaluation

- ▶ **Absence de hiérarchie** : les normes comptables ne favorisent pas une technique d'évaluation particulière.
- ▶ **Techniques fondées sur les multiples de marché encouragées**
- ▶ **Corroboration** : les techniques DCF, bien que subjectives, peuvent être utiles pour corroborer les estimations de juste valeur obtenues par des techniques fondées sur le marché.

2. Bonnes pratiques

Adéquation de la méthode DCF pour le VC/*Growth*

Cette méthode est couramment utilisée pour les investissements en capital-investissement type *PE/Buy Out*, où les flux de trésorerie peuvent être projetés avec une certaine assurance.

Limites pour les jeunes entreprises en croissance

En revanche, pour les jeunes entreprises en phase de croissance (capital-risque), prévoir avec certitude les flux de trésorerie futurs est souvent difficile. Par exemple, dans le cas des entreprises en phase d'amorçage, il peut ne pas y avoir de *Proof of Concept (POC)* terminé, de commercialisation commencée ou de clients existants, rendant les projections de flux de trésorerie complexes. La trajectoire financière réelle diverge souvent des projections initiales, et les pivots après l'investissement initial peuvent remettre en question ces projections.

Difficultés de la méthode DCF en phase d'amorçage et de croissance

La méthode DCF est difficile à appliquer aux investissements en phase d'amorçage et de croissance sans rentabilité immédiate. La rentabilité, souvent attendue à long terme, fait reposer la valeur du DCF principalement sur la période terminale, rendant cette méthode peu pertinente pour des investissements à court ou moyen terme.

Utilisation de la méthode DCF pour des entreprises plus matures

Pour des entreprises plus matures en phase de croissance (*Growth*) avec un modèle économique solide, des produits et services générant des revenus, la méthode DCF devient plus fiable. Cependant, même dans ces cas, il est essentiel de considérer les projections DCF comme un indicateur parmi d'autres, en utilisant également d'autres méthodes de valorisation.

Taux d'actualisation pour les investissements en VC/*Growth*

Des études, comme celles de Pepperrine, fournissent des taux d'actualisation adaptés aux entreprises en phase d'amorçage (*Seed*), de capital-risque (*Venture*), et de croissance (*Growth*). Ces taux, souvent plus élevés que pour des entreprises matures, varient généralement entre 15 % et 45 %, reflétant le risque accru des stades précoces d'investissement.

Méthode RNPV

C'est une déclinaison de la méthode des DCF utilisée dans le secteur Biotech / Pharma (voir guide détaillé).

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit les méthodes basées sur des scénarios qui sont des approches prospectives utilisées pour évaluer la valeur des actions en tenant compte des flux de distribution futurs sous divers scénarios. Ces méthodes varient en complexité selon le nombre et la diversité des scénarios nécessaires pour refléter les différences de valeur entre les catégories d'actions.

Cette approche consiste à estimer la valeur des différentes catégories d'actions en analysant les valeurs futures de l'entreprise, pondérées par la probabilité des flux de trésorerie futurs attendus. Elle prend en compte chaque résultat futur possible, ainsi que les droits spécifiques des différentes catégories d'actions.

Les scénarios futurs couramment envisagés incluent une introduction en bourse (IPO), une fusion ou une vente, une dissolution, ou la poursuite des activités en tant qu'entreprise privée. Ces scénarios et les taux de rendement requis sont calibrés sur le dernier tour de financement et souvent identifiés dès l'investissement initial.

La méthode *PWERM* (Probability-Weighted Expected Return Method) implique une analyse prospective des résultats futurs, estimant les valeurs futures et présentes pour chaque scénario, et appliquant un facteur de probabilité à chaque résultat. Voici les étapes clés de cette méthode :

- 1. Identification des scénarios futurs :** l'établissement d'une liste exhaustive des scénarios de sortie possibles, incluant IPO, fusion, vente, dissolution ou continuation des activités.
- 2. Estimation de la valeur future des fonds propres :** pour chaque scénario, estimer la valeur future «pre-money» de l'entreprise, en incluant des valeurs élevées et basses, et tenant compte des priorités et préférences de liquidation pour les actions de préférence, afin de capturer pleinement la valeur et les protections contre les pertes.

- 3. Répartition de la valeur entre les catégories d'actions :** distribuer les valeurs futures selon les droits spécifiques des différentes classes d'actions, en modélisant les conversions ou préférences de liquidation selon le scénario. L'allocation doit également tenir compte des impacts de dilution de tout financement supplémentaire requis (tour de financement par exemple) et tenir compte des options et bons de souscription dont on sait qu'ils seront sans doute exercés.

- 4. Pondération des scénarios par leurs probabilités :** attribuer des probabilités à chaque scénario pour estimer les flux de trésorerie futurs attendus, ajustés pour chaque classe d'actions.

- 5. Actualisation de la valeur attendue :** utiliser un taux d'actualisation approprié, ajusté pour chaque classe d'actions en fonction du risque, calibré généralement sur le dernier tour de financement.

- 6. Calcul de la valeur par action :** diviser la valeur actuelle attribuée à chaque classe d'actions par le nombre respectif d'actions en circulation, vérifiant la cohérence avec les prix des actions du dernier tour de financement.

Cette méthode permet de capturer une image détaillée et probabilisée de la valeur future des différentes catégories d'actions, en prenant en compte les scénarios de sortie envisagés par l'équipe d'investissement (high case, base case, low case pour les business plan supports de l'investissement initial).

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit la méthode de l'Option Pricing Method (OPM) ou Contingent Claim Analysis (CCA) : il s'agit d'une technique d'allocation qui repose sur l'évaluation la valeur actuelle des capitaux propres, laquelle est ensuite répartie entre les différentes classes d'actifs en tenant compte de leurs droits et préférences. Cette méthode traite les actions ordinaires et privilégiées comme des options d'achat sur la valeur des capitaux propres de la société, avec des prix d'exercice propres à chaque catégorie d'actions.

Modélisation des actions

- **Actions Ordinaires** : considérées comme des options d'achat sur les capitaux propres avec un prix d'exercice égal à la valeur résiduelle après la liquidation des actions privilégiées. Selon cette méthode, les actions ordinaires n'ont de valeur que si les fonds disponibles pour la distribution aux actionnaires dépassent la valeur des préférences de liquidation au moment d'un événement de liquidité.
- **Actions Privilégiées** : possèdent des préférences de liquidation et sont évaluées en fonction de leur capacité à récupérer ces préférences avant que les actions ordinaires ne perçoivent des flux.

Méthode de calcul

L'OPM utilise couramment le modèle de Black-Scholes pour évaluer les options d'achat. Les actions ordinaires n'ont de valeur que si les fonds disponibles pour distribution dépassent les préférences de liquidation lors d'un événement de liquidité (fusion, vente, etc.).

Voir illustration à la FICHE 12 du guide détaillé.

Facteurs et paramètres

L'OPM prend en compte divers éléments influençant la distribution lors d'un événement de liquidité, tels que l'ancienneté entre les catégories d'actions, la politique de dividendes, les ratios de conversion et les allocations de trésorerie. La méthode est sensible aux hypothèses de volatilité et utilise la distribution lognormale pour modéliser les résultats futurs.

Avantages et limites

- **Avantages** : reconnaît explicitement les rendements de type optionnel des différentes classes d'actions et ajuste le risque en modifiant les probabilités de rendements futurs. Pour ce faire, il utilise des informations sur l'actif sous-jacent (c'est-à-dire la volatilité estimée) et le taux sans risque pour ajuster le risque en modifiant les probabilités de rendements futurs.
- **Limites** : ne considère qu'un seul événement de liquidité, ne capturant pas pleinement les caractéristiques des futurs événements de liquidité spécifiques. Sensible à certaines hypothèses clés, comme la volatilité, qui nécessitent des références à des sociétés comparables cotées.

Applications

L'OPM est une méthode appropriée à utiliser lorsque les événements de liquidité futurs spécifiques sont difficiles à prévoir.

Autrement dit, l'utilisation de la méthode peut être appropriée dans des situations où la société du portefeuille a de nombreuses options et opportunités disponibles, et la valeur de l'entreprise évoluera en fonction de la manière dont elle suit un chemin inexploré à travers les différentes opportunités et défis possibles. Si la distribution des résultats est censée être bimodale (par exemple, reflétant deux résultats où une technologie ou un produit réussit ou échoue), une méthode basée sur des scénarios ou une méthode hybride peut être plus appropriée.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit la méthode de la valeur actuelle (CVM) d'allocation, une approche utilisée pour estimer la valeur des capitaux propres et leur allocation entre différentes catégories d'actions privilégiées en tenant compte des préférences de liquidation et le rang de séniorité.

La méthode : estimation et allocation des capitaux propres

- **D'abord estimation initiale** : la valeur des capitaux propres est estimée sur une base de contrôle (lorsque le fonds a le contrôle de la société)
- **Ensuite, hypothèse de vente immédiate** : supposition ensuite d'une vente immédiate de la société du portefeuille.
- **Enfin, allocation des valeurs aux catégories d'actions privilégiées** en fonction des préférences de liquidation et des valeurs de conversion tout en respectant du rang de séniorité dans le waterfall.
- **Simplicité** : méthode simple à comprendre et fréquemment utilisée par les praticiens. Attention toutefois à déterminer la valeur des capitaux propres de telle sorte que la mise en œuvre des préférences ne conduise pas à la constatation immédiate d'une plus-value

Hypothèses fondamentales : cette méthode repose sur l'estimation de la manière dont chaque classe d'actionnaires privilégiés exercera ses droits et sera rémunérée

- **Estimation basée sur la valeur de l'entreprise à la date de valorisation** (plutôt qu'à une date future).
- **Participation des actionnaires de diverses façons à l'allocation de la valeur des capitaux propres** :
 - En tant qu'actionnaires privilégiés.
 - En tant qu'actionnaires ordinaires si la conversion est plus avantageuse économiquement.
- **Traitement des actions privilégiées convertibles en actions ordinaires** :
 - « Hors de la monnaie » à la date de valorisation : valeur basée sur la préférence de liquidation.
 - « Dans la monnaie » : traitement comme si elles étaient déjà converties en actions ordinaires.
- **Actions ordinaires** : attribution de la valeur résiduelle après les préférences de liquidation des actions « hors de la monnaie. »

Avantages et limitations de la méthode

Avantages :

- Mise en œuvre simple car il n'y a pas besoin d'hypothèses sur les sorties futures ni d'outils complexes.
- Suppose les possibilités de conversion ou de non-conversion les plus favorables que les actionnaires privilégiés ont sur la valeur des capitaux propres à la date de valorisation.

Limites :

- Sensibilité aux variations des hypothèses sous-jacentes.
- Absence de prise en compte des perspectives et des profils de distribution optionnels pour les classes d'actions => inadéquation pour refléter le point de vue du marché sans événement de liquidité imminent.
- Résultats aberrants possibles si elle est mal appliquée (voir fiche détaillée : doublement de valeur sans justification tangible).

Contextes pertinents d'utilisation

1. **En cas d'événement de liquidité imminent** :
 - Utilisation lors d'acquisitions ou dissolutions imminentes et peu d'importance sur les perspectives de la société.
 - Ajustement pour refléter la juste valeur des capitaux propres en fonction du calendrier et risque de la transaction.
2. **En cas de contrôle sur le moment de la sortie** :
 - Utilisation lorsque les investisseurs contrôlent le moment de la sortie.
 - Réalisation de la valeur attribuée par la CVM à la date de valorisation.
 - Participation potentielle à la hausse selon les droits de participation ou de conversion (voir fiche détaillée).

Inadéquation de la méthode pour les instruments de dette (instruments de dette privée performants ainsi que des instruments privilégiés de type dette en fonction de leur valeur de recouvrement)

- Méthode non adaptée pour les fonds exposés à une clientèle non professionnelle (selon l'AMF).
- Considérations pour la Juste Valeur des investissements en dette :
 - Prend en compte le risque, le coupon, la durée restante et les conditions du marché via DCF.
 - Peut ne pas être égale à la valeur au pair.

FICHE 15 Méthode hybride

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche décrit la méthode hybride de valorisation, qui combine les approches basées sur des scénarios et le modèle d'évaluation des options (Options Pricing Model, OPM) pour estimer la valeur des capitaux propres en tenant compte des probabilités associées à différents scénarios.

Méthode d'estimation et d'allocation des valeurs

- **Modélisation des scénarios** : prend en compte les résultats possibles de différents scénarios avec des probabilités associées.
- **Utilisation de l'OPM en complément** : pour répartir la valeur entre les différentes issues possibles en utilisant l'OPM.
- **Capacité de modélisation** : modélise explicitement les résultats de scénarios, particulièrement utile lorsque l'entreprise a une visibilité sur certaines sorties à court terme mais une issue incertaine en cas d'échec.

Exemples d'application

- **IPO Anticipée** (voir fiche détaillée)
 - Probabilité de 60 % pour une IPO dans neuf mois.
 - Si l'IPO échoue, par exemple l'entreprise pourrait rester non cotée pendant trois ans.
 - Valorisation des actions basée sur l'IPO attendue et l'OPM pour une période de liquidité de trois ans.
- **Entreprise en négociation avec des investisseurs pour une levée de fonds** (cf. fiche détaillée)
 - Scénario de réussite et échec basé sur l'atteinte d'un jalon technique.
 - Utilisation de l'OPM pour estimer la valeur des actions selon la probabilité de réussite ou d'échec.

Processus de pondération

- **Pondération des valeurs** : les valeurs résultantes des actions privilégiées et ordinaires sont pondérées par la probabilité des scénarios respectifs.
- **Actualisation** : les valeurs sont actualisées à un taux ajusté en fonction du risque pour estimer leur valeur à la date de valorisation.

Cas Pratiques

- Lorsqu'une méthode hybride est appliquée, la société de gestion utilise généralement des valeurs de capitaux propres différentes pour chaque scénario pertinent (voir la fiche détaillée)
- **Bonne pratique** : s'assurer que la valorisation globale de la société est appropriée en réconciliant les valeurs actualisées pondérées par la probabilité des valeurs de sortie futures avec la valeur globale des capitaux propres.

Avantages et limites

Avantages :

- Utilisation de la théorie des options pour modéliser une distribution continue des résultats futurs et capturer des paiements de type option pour les différentes classes d'actions.
- Prise en compte explicite des scénarios futurs et des discontinuités dans les résultats des entreprises en phase de démarrage.

Limites :

- Nécessite un grand nombre d'hypothèses.
- Relativement complexe à mettre en œuvre.

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche traite de la valorisation des investissements en phase de lancement (*Venture, Seed et Pre-seed*). La juste valeur de ces investissements doit être déterminée de la même manière que pour tout autre investissement, en se basant sur le montant perçu lors d'une transaction normale à la date d'évaluation.

Adaptations nécessaires de la valorisation

Toutes les Fiches du guide restent donc applicables au *Venture*, mais il pourrait être nécessaire d'adapter l'approche quand le contexte ne nous permet pas d'appliquer les principes décrits auparavant :

- Impossibilité de mise en œuvre d'approches par les multiples : agrégats comme l'EBITDA/EBIT inexistant ou négatifs.
- Accès limité à l'information : difficulté à obtenir des données pour des sociétés très jeunes.
- Difficultés à utiliser l'approche DCF : problèmes pour projeter les flux.
- Tours de financement : basés sur la dilution acceptée, la réalisation de milestones, la probabilité de franchir de nouveaux milestones, et les besoins de financement de l'innovation en cours.

Recommandations de l'IPEV

Pour les investissements en phase de lancement, il est souvent nécessaire d'exercer davantage de jugement pour déterminer la Juste Valeur.

Caractéristiques des investissements en lancement :

- Indicateurs de performance moins mesurables.
- Peu d'issues possibles : succès, liquidation ou échec.
- Valeur globale (« headline value ») tenant rarement compte des droits et préférences rattachés aux catégories d'actions non privilégiées.

Facteurs qualitatifs à considérer

- Performances de la société par rapport aux attentes.
- Consommation de trésorerie.
- Acceptation du produit/service par le marché.
- Changements de stratégie ou de marché.
- Probabilité, calendrier et prix du prochain tour de financement.
- Comportement du marché comparé à des sociétés similaires.
- Temps restant avant une cession et le type d'acheteur (IPO, fusion, acquisition stratégique, liquidation).

Méthodes de valorisation utilisables et cas pratiques

Les techniques d'évaluation décrites dans les Fiches précédentes peuvent être utiles pour estimer la Juste Valeur (voir *fiche détaillée pour les cas pratiques*) :

Méthodes fondées sur des scénarios :

- Analyse simplifiée ou complète des scénarios en fonction des valeurs des capitaux propres pleinement dilués.
- Méthode des rendements attendus pondérés par leur probabilité.

Méthode de valorisation des options :

Répartit la valeur des capitaux propres entre les différentes catégories d'actions en supposant une distribution systématique des résultats.

- Méthode de la valeur actuelle :
Suppose une cession de l'entreprise à la date d'évaluation pour répartir la valeur des capitaux propres.
- Méthode hybride :
Combine les méthodes fondées sur des scénarios et la méthode de valorisation des options.

Bonnes pratiques :

Étalonnage :

- Utilisation peu adaptée pour les jeunes sociétés sans revenus.
- Référence au coût initial jusqu'à ce que la société puisse être valorisée en multiple d'ARR.

Enjeu d'obtention d'informations à jour :

- Information de qualité obtenue à chaque date d'évaluation.
- Décotes des valorisations si les informations tardent à arriver ou sont négatives.

Approches pour les Investissements *Pre-seed* ou *Seed*

Approche simpliste :

- Vérification de la réalisation des milestones à chaque date d'évaluation.
- Suivi de la trésorerie : runway/cash-burn mensuel.
- Maintien ou appréciation de l'investissement récent si les milestones sont respectés.
- Dépréciation si les milestones ne sont pas atteints.

Approche plus construite :

- Identifier un comparable (méthodes Berkus), une moyenne de comparable Risk Factor Summation (RFS), ou Scorecard Valuation Method (SVM) (voir *fiche détaillée*).
- Scinder le prix de l'investissement récent en fonction de ces critères, et le faire vivre à chaque date d'évaluation.

Pour estimer la Juste Valeur des investissements en phase de lancement, il est crucial d'exercer un jugement fondé sur des données probantes, en utilisant des méthodes de valorisation adaptées au contexte et en tenant compte des attentes des participants de marché.

FICHE 17 **Transparence vis-à-vis des LPs**

CONTENU DE LA FICHE

Cette fiche vise à résumer les bonnes pratiques en matière de transparence des informations fournies aux investisseurs institutionnels (LPs) en mettant l'accent sur l'importance de communiquer l'évaluation à la juste valeur.

Nécessité de transparence pour les LPs

Les LPs ont besoin d'informations suffisantes, à jour, comparables et transparentes pour :

- Remplir leur devoir fiduciaire.
- Rendre périodiquement compte de la performance des fonds.
- Établir leurs états financiers conformément aux normes comptables applicables. Les LPs reportent à la Juste Valeur dans leurs états financiers et ont besoin d'actifs nets préparés en conformité avec les principes de la Juste Valeur pour produire leurs propres états financiers à la Juste Valeur.

Même pour les fonds fermés, les LPs ont besoin d'une information régulière et conforme aux exigences de la Juste Valeur et aux recommandations IPEV.

L'évaluation de la Juste Valeur

Les LPs ont besoin d'évaluations à la Juste Valeur pour :

- Prendre des décisions d'allocation d'actifs.
- Sélectionner les gérants.
- Décider des systèmes de rémunération des équipes de gestion.

Pour estimer la Juste Valeur, il est essentiel de :

- Effectuer l'évaluation à chaque date de communication de l'actif net du fonds au LP.
- Si représentatif, utiliser le prix d'un investissement récent comme référence pour étalonner/calibrer les données utilisées dans les modèles de valorisation. Il est demandé par les normes comptables.
- Utiliser le point de vue des participants de marché à chaque date d'évaluation.
- Documenter les méthodes et paramètres de valorisation. La Juste Valeur peut être égale au prix d'un investissement récent ; néanmoins, le prix d'un investissement récent ne peut pas être automatiquement considéré comme représentatif de la Juste Valeur à une date d'évaluation ultérieure

Importance de documenter l'évaluation

- **Choix des méthodes de valorisation** : documenter pourquoi certaines méthodes ont été choisies ou écartées.
- **Paramètres utilisés** : expliquer et rationaliser les principaux paramètres utilisés.
- **Évolutions de valeur** : documenter les raisons des variations de valeur.
- **Jugement professionnel** : documenter et expliquer les choix de jugement professionnel.

Cas de valorisations différentes entre plusieurs fonds pour un même investissement

Classes d'actions différentes

Les différences de valorisation peuvent être normales si les fonds ont investi dans des classes d'actions différentes.

Degré d'information différent

Les fonds doivent valoriser en fonction des informations disponibles à la date d'évaluation, qui peuvent varier d'un investisseur à l'autre.

Jugements professionnels différents

Deux investisseurs peuvent avoir des avis différents sur une même société, justifiés par la documentation des principaux paramètres.



**FRANCE
INVEST**

Association des Investisseurs
pour la Croissance