

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



Table des matières

Préface	4
Présentation du guide	6
Chapitre 1 : gouvernance et process	10
FICHE 1 Gouvernance	10
FICHE 2 Process	13
Chapitre 2 : notions clés de valorisation	15
FICHE 3 Référence aux investissements récents et décomposition du prix de l'investissement récent (étalonnage)	16
FICHE 4 Tours de financement à venir et offres indicatives	19
FICHE 5 Actualisation du prix	21
FICHE 6 Provisions	25
FICHE 7 <i>Backtesting</i>	26
FICHE 8 Prise en compte des droits associés à chaque classe d'actif	27
FICHE 9 Prise en compte des facteurs ESG dans la valorisation	29
Chapitre 3 : méthodes de valorisation	30
FICHE 10 Méthodes de comparables de marché (comparables boursiers et transactions comparables)	34
FICHE 11 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	37
FICHE 12 Méthodes basées sur des scénarios (<i>Probability-Weighted Expected Return Method - PWERM</i>)	39
FICHE 13 Méthodes optionnelles (<i>Option Pricing model - OPM ou Contingent Claim Analysis - CCA</i>)	41
FICHE 14 Méthode de la valeur Actuelle (<i>Current Value Method - CVM</i>)	44
FICHE 15 Méthode hybride	46
FICHE 16 Approche pour le <i>venture</i>	48
Chapitre 4 : transparence	53
FICHE 17 Transparence vis-à-vis des <i>LPs</i>	53

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

Remerciements

France Invest tient à exprimer ses sincères remerciements à toutes les personnes ayant contribué à l'élaboration de ce guide de bonnes pratiques :

- Enguerran de Crémiers, Kroll
- Maud Bodin-Veraldi, Aplitec et CCEF – Compagnie des Conseils et Experts Financiers
- Sylvie Nhansana, Serena Capital
- Benjamin Cohen, Elevation Capital Partners
- Emilie Lhoplatier, Weinberg Capital Partners
- Virginie Galas et Jean-Florent Rerolle, SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Yves Haussman et Mathieu Azzouz, Amundi
- Boris Bakech, C4 Ventures
- François-Xavier Dedde, Omnes Capital
- Frédéric Fléjou, Mundi Ventures
- Olivier Michelin, Partech Partners
- Pauline Roux, Elaia et Co-présidente de la Commission Venture & Growth
- Julien-David Nitlech, IRIS et Co-président de la Commission Venture & Growth

Leur expertise, leurs précieux conseils et leur forte implication dans la rédaction du document ont été essentiels à la réalisation de ce projet. Nous exprimons notre reconnaissance pour le temps et les efforts investis dans ce guide essentiel pour éclairer notre profession.

Présentation du guide

Pourquoi et pour qui ?

L'objectif de ce guide est d'amener de la lisibilité au marché et de guider les adhérents de France Invest de façon opérationnelle. Ce guide n'a pas vocation à révolutionner les travaux de l'IPEV et ses [lignes directrices](#) mais à les expliquer et les illustrer par des cas pratiques. Il ne sert pas non plus à harmoniser ou standardiser les pratiques mais à donner l'éclairage nécessaire aux praticiens.

Rédigé sous forme de fiches pratiques, il permet de naviguer à l'intérieur du document pour des utilisateurs qui ont des interrogations sur des thèmes précis.

Les bonnes pratiques

La définition de « bonnes pratiques » correspond à une démarche de dialogue et d'ouverture entre membres actifs et membres associés de France Invest, mais aussi avec ses partenaires extérieurs. Ces recommandations sont issues de la pratique et de la mise en commun d'expériences. Elles valorisent le dialogue et le respect des différents acteurs.

Ce document résulte ainsi d'un travail collectif, réunissant au sein du groupe de travail « valorisation » de la Commission Venture & Growth de France Invest, des professionnels du *venture* et du *growth* ainsi que des experts évaluateurs indépendants. Ce travail s'est également appuyé sur un large travail de collecte des pratiques auprès des membres de France Invest.

Au travers de son association France Invest, la profession mène une réflexion sur les pratiques et les progrès à réaliser. Ces « bonnes pratiques » visent à partager un savoir-faire et une expérience. Elles présentent un intérêt didactique et d'apprentissage, mais elles ne définissent aucune norme à laquelle chacun devrait se mettre en conformité.

Synthèse du guide

Le guide est structuré en quatre chapitres principaux :

Chapitre 1 – Gouvernance et Process

Chapitre 2 – Notions clés de valorisation

Chapitre 3 – Méthodes de valorisation

Chapitre 4 – Transparence

Chacun de ces chapitres aborde des aspects spécifiques de la valorisation sous forme de fiche, depuis les structures de gouvernance et ses processus, aux notions clés nécessaires à la valorisation jusqu'aux méthodes de valorisation et à la communication des valorisations aux investisseurs. Cette synthèse résume les points abordés par chaque chapitre pour fournir une vue d'ensemble du document.

CHAPITRE 1 : GOUVERNANCE ET PROCESS

FICHE 1 Gouvernance

La fiche aborde les points suivants : fonction d'évaluation interne, recours à un expert externe, comité de valorisation

FICHE 2 Process

La fiche aborde les points suivants : fréquence des valorisations, étapes de valorisation, *backtesting* et les cas spécifiques

CHAPITRE 2 : NOTIONS CLÉS DE VALORISATION

Ce chapitre explique les notions fondamentales nécessaires à 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)

La fiche met en avant le processus d'étalonnage (*calibration*) comme point de départ de la valorisation. Ce processus permet de décomposer le prix d'un investissement récent et de suivre les paramètres dans le temps, en ajustant les agrégats financiers ainsi que les multiples de marché en fonction des évolutions du marché et des risques spécifiques.

FICHE 4 Tours de financement à venir et offres indicatives

La fiche souligne l'importance d'une compréhension approfondie des offres indicatives et de la documentation des valorisations dérivées des prochains tours de financement. La méthode PWERM s'avère particulièrement utile pour intégrer les différents scénarios et probabilités dans l'évaluation de la juste valeur d'une entreprise.

FICHE 5 Actualisation du prix

Cette fiche explore la prise en compte de jalons qualitatifs et quantitatifs pour estimer la juste valeur. Les ajustements reposent sur des données objectives et le jugement professionnel de l'évaluateur.

FICHE 6 Provisions

Dans cette fiche sont examinés les éléments à prendre en compte pour les provisions : risques spécifiques des investissements, avec une approche basée sur des arbres de décision. La méthode PWERM est recommandée pour attribuer des probabilités aux différents scénarios de restructuration, faillite ou liquidation judiciaire.

FICHE 7 *Backtesting*

La fiche propose des orientations sur le *backtesting*, un processus de vérification des écarts entre le prix de sortie et la juste valeur évaluée précédemment.

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

La fiche souligne l'importance de prendre en compte les droits spécifiques des instruments financiers, tels que les préférences de liquidité, lors des évaluations périodiques. Ces droits peuvent avoir une valeur significative dans certains scénarios, influençant fortement les discussions et négociations lors des nouveaux financements.

FICHE 9 Prise en compte des facteurs ESG dans la valorisation

Il est recommandé par l'IPEV d'intégrer les facteurs ESG dans les estimations de la juste valeur. Il est néanmoins encore trop tôt pour tirer des bonnes pratiques du marché. Les acteurs du marché testent encore aujourd'hui les méthodes.

CHAPITRE 3 : MÉTHODES DE VALORISATION

Ce chapitre énumère les différentes méthodes de valorisation à disposition des sociétés de venture et de *growth* à savoir :

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

La valorisation peut être réalisée en utilisant des multiples de résultats ou de chiffre d'affaires, ajustés selon la taille, le profil de risque et les perspectives de croissance de l'entreprise. Les transactions récentes de sociétés similaires peuvent également servir de référence.

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

La méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) est utilisée pour calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Elle est utile pour des entreprises matures avec des prévisions de flux de trésorerie fiables.

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

La méthode PWERM implique une analyse pondérée des résultats futurs actualisés, en tenant compte des droits spécifiques des différentes catégories d'actions. Elle permet de pondérer les valeurs futures par les probabilités des différents scénarios.

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

Ces méthodes utilisent le modèle de Black-Scholes pour évaluer les options d'achat et répartir la valeur entre différentes classes d'actions, en tenant compte de leurs droits et préférences.

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

La CVM estime la valeur des capitaux propres sur une base de contrôle, en supposant une vente immédiate de l'entreprise et en allouant les valeurs aux différentes catégories d'actions privilégiées.

FICHE 15 Méthode hybride

La méthode hybride combine les approches basées sur des scénarios et le modèle d'évaluation des options pour estimer la valeur des capitaux propres, en tenant compte des probabilités associées à différents scénarios.

FICHE 16 Approche pour le *venture*

Pour les investissements *venture*, il est nécessaire d'adapter l'approche de valorisation en utilisant des techniques appropriées aux jeunes entreprises sans revenus, telles que les méthodes fondées sur des scénarios, la méthode de valorisation des options et la méthode de la valeur actuelle.

CHAPITRE 4 : TRANSPARENCE

FICHE 17 Transparence vis-à-vis des LPs

La fiche présente les attentes des LPs en termes de transparence sur les valorisations et les justifications à ce besoin.

Définitions

Le terme « **venture** » regroupe les activités de financement de start-up depuis leur création (amorçage) jusqu'à des stades plus avancés de leur développement (*late stage*). Historiquement, ce segment est appelé capital-innovation dans les études de France Invest.

Le terme « **growth** », qui se trouve aux frontières du venture et du capital-développement, regroupe les activités d'investissements dans des entreprises innovantes en très forte croissance, ayant déjà fait l'objet d'accompagnement par des fonds de venture par le passé, réalisant généralement un chiffre d'affaires significatif et récurrent, et dont les besoins de financement sont importants.

Terme davantage utilisé par les acteurs du marché, le terme « **valorisation** » est utilisé tout au long de ce guide en lieu et place du terme « **évaluation** ».

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. Le terme « **calibration** » est également régulièrement utilisé par le marché.

RAPPEL RÉGLEMENTAIRE

Les bonnes pratiques sont à analyser au regard :

- De l'article 19 de la Directive 2011/61/UE, dont notamment
 - En son alinéa 1 : « Les gestionnaires veillent à ce que, pour chaque FIA qu'ils gèrent, des **procédures appropriées et cohérentes** soient établies afin que l'évaluation appropriée et indépendante des actifs du FIA puisse être effectuée conformément au présent article, au droit national applicable et au règlement du FIA ou à ses documents constitutifs. »
 - En son alinéa 4 : « Les gestionnaires veillent à ce que la fonction d'évaluation soit effectuée par : a) un expert externe en évaluation, qui soit une personne physique ou morale indépendante du FIA, du gestionnaire et de toute autre personne ayant des liens étroits avec le FIA ou le gestionnaire ; ou b) le gestionnaire lui-même, à condition que la tâche d'évaluation soit indépendante, sur le plan fonctionnel, de la gestion de portefeuille et de la politique de rémunération et que d'autres mesures garantissent une atténuation des conflits d'intérêts et évitent les influences abusives sur les employés. [...] »
- Des dispositions spécifiques à l'expert externe, visées par ce même article 19, dont notamment :
 - En son alinéa 5 : « Lorsqu'un expert externe en évaluation exécute la fonction d'évaluation, le gestionnaire est en mesure de démontrer que: a) l'expert externe en évaluation est soumis à un enregistrement professionnel obligatoire reconnu par la loi ou à des dispositions législatives ou réglementaires ou à des règles de conduite professionnelles ; b) l'expert externe en évaluation offre des garanties professionnelles suffisantes pour être en mesure d'exercer efficacement la fonction d'évaluation concernée conformément aux paragraphes 1, 2 et 3; etc) [...]. »
 - En son alinéa 6 : « L'expert externe en évaluation désigné ne délègue pas la fonction d'évaluation à un tiers. »
 - En son alinéa 9 : « Lorsque la fonction d'évaluation n'est pas exécutée par un expert externe en évaluation indépendant, les autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire peuvent exiger que les procédures d'évaluation et/ou les évaluations du gestionnaire soient vérifiées par un expert externe en évaluation ou, le cas échéant, par un contrôleur des comptes. ». S'agissant de la France, seule l'intervention d'un commissaire aux comptes est exigée.
 - En son alinéa 10 :
 - Les gestionnaires sont responsables de l'évaluation correcte des actifs du FIA ainsi que du calcul et de la publication de la valeur nette d'inventaire du FIA. La responsabilité du gestionnaire à l'égard du FIA et de ses investisseurs n'est, par conséquent, pas affectée par le fait que le gestionnaire a désigné un expert externe en évaluation.
 - Nonobstant le premier alinéa et indépendamment de tout arrangement contractuel en disposant autrement, l'expert externe en évaluation est responsable à l'égard du gestionnaire de tout préjudice subi par ce dernier et résultant de la négligence de l'expert externe en évaluation ou de l'inexécution intentionnelle de ses tâches.
- ainsi que par l'article 73 du règlement délégué 231/2013 (garanties professionnelles à fournir sur demande par l'expert externe)

1. Existence d'une fonction de valorisation interne

Le recours à une fonction de valorisation interne n'est pas systématique. Dans une telle situation, la société de gestion doit avoir recours à un évaluateur externe (cf. Point 2).

Représentation de cette fonction de valorisation interne

L'article 19 alinéa 1 de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 exige que la valorisation soit indépendante.

Dans la pratique, il est donc nécessaire que le valorisateur indépendant ne soit pas impliqué dans le suivi des lignes d'investissements du FIA. Doivent ainsi être exclus les personnels des « équipes de gestion », « front », selon les terminologies généralement utilisées par les sociétés de gestion.

À ce titre, l'affectation de cette fonction à la « Finance » au sens large (Direction Financière – Contrôle Financier – Comptabilité) est une bonne pratique. A défaut, la fonction peut être confiée au secrétariat général.

L'implication des équipes d'investissement dans le processus

La collecte des informations quantitatives (données de marché, agrégats d'exploitation et financiers de l'entité évaluée) et qualitatives (conditions de marché, activité de l'entité, stratégie poursuivie, si applicable suivi des *milestones*, etc.) incombe à l'équipe d'investissement. Celles-ci sont alors communiquées à l'évaluateur indépendant.

Il en est de même des échantillons de comparables boursiers et transactions à retenir, l'évaluateur indépendant restant toutefois maître des échantillons qu'il souhaite retenir (après échange avec les équipes d'investissement).

Lorsque l'équipe d'investissement réalise une évaluation en amont, celle-ci doit alors être présentée à l'évaluateur indépendant, notamment pour lui apporter toute information utile à la compréhension de l'entité à évaluer. Ceci permettra à chaque partie impliquée au moment du comité de valorisation d'argumenter clairement sa prise de position.

2. Le recours à un expert externe

Le recours à l'expert indépendant qui a la responsabilité et le contrôle des valorisations est nécessaire lorsque la société de gestion ne s'est pas dotée d'une fonction de valorisation interne, ou que cette fonction ne remplit pas les conditions d'indépendance fixées à l'article 19 alinéa 1 de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011.

Cependant, et bien que cela ne soit pas exigé par les textes, certaines sociétés de gestion peuvent avoir recours à un expert indépendant externe, à titre de conseil qui ne se substitue pas à l'évaluateur indépendant interne.

3. Le fonctionnement du comité de valorisation

La composition du comité de valorisation

La constitution d'un comité de valorisation paraît être une bonne pratique à mettre en place. Sa composition, fonction notamment de la taille de la société de gestion, devrait idéalement retenir les critères suivants :

- Présence des personnes impliquées dans la valorisation : évaluateur interne ou évaluateur externe
- Présence des organes de gouvernance de la société de gestion
- Présence des responsables fonctions corporate : Direction Financière – RCCI
- Présence des responsables des Directeurs / Associés investissement

Certaines sociétés de gestion prévoient, dans le cadre des réunions semestrielle et annuelle, la présence du commissaire aux comptes du Fonds, fluidifiant ainsi leur prise de connaissance des événements intervenus au cours de la période, et des options de valorisation retenues. Ces derniers, s'ils peuvent être consultés sur les options de valorisations retenues, n'ont néanmoins pas vocation à intervenir dans le processus de décision final.

Décision finale de la valorisation : gestion des désaccords et formalisation

Les réunions du comité de valorisation devraient faire l'objet de compte rendu évoquant :

- Les fiches de valorisation soumises à examen, leur source (expertise indépendante / valorisations internes en amont), les méthodes et critères de valorisation retenus (notamment conditions de collecte et modalités de sécurisation de la donnée), criticité de la donnée financière (comptes audités/non audités – données de reporting/données de gestion).
- Le relevé de décision

Ce compte-rendu devrait être émargé par le valorisateur indépendant.

Le rapport du valorisateur indépendant (interne ou externe) doit faire partie intégrante de ce compte rendu.

La bonne pratique doit être une recherche de consensus sur la valorisation, qui doit s'appuyer sur des données objectives et indépendantes. La décision finale relevant de la responsabilité du comité de valorisation, les écarts par rapport à la position de l'évaluateur indépendant, interne ou externe, doivent être consignés et documentés au relevé de décision.

4. Référence à la gouvernance et aux principes de valorisation dans la documentation juridique

L'article 19 alinéa 1 de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 dispose que des procédures appropriées et cohérentes soient établies afin que la valorisation puisse être effectuée conformément au règlement du FIA ou à ses documents constitutifs.

S'agissant des principes de valorisation, la référence à l'utilisation des guidances de l'IPEV, si elle n'est pas exigée, est à favoriser.

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 : « *Les gestionnaires veillent à ce que, pour chaque FIA qu'ils gèrent, des **procédures appropriées et cohérentes** soient établies afin que la valorisation appropriée et indépendante des actifs du FIA puisse être effectuée conformément au présent article, au droit national applicable et au règlement du FIA ou à ses documents constitutifs.* »

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). Dans le cadre de sa mission, il analyse la criticité de la donnée financière utilisée (comptes audités/non audités - données de reporting/données de gestion) et émet une opinion sur les valeurs retenues, ligne à ligne.

Pour autant, certaines sociétés de gestion établissent les Valeurs Liquidatives des fonds sur une base plus régulière, en général mensuelle ou bi-mensuelle/bimensuelle, notamment pour tenir compte de contraintes "techniques" liées au mode de commercialisation des parts de fonds.

2. Les étapes de valorisation des lignes d'investissement

Il convient que les informations nécessaires à la valorisation des portefeuilles sous-jacents (activité, performances financières, performances économiques, portefeuille de commandes, etc..) soient recueillies et traitées par les équipes d'investissement (appréciation des budgets et du respect de la thèse d'investissement).

Sur la base de ces informations, la valorisation du portefeuille de participations est préparée avant transmission au comité de valorisation, selon les organisations :

- Par les équipes d'investissement pour la collecte des données opérationnelles et mise à jour des comparables
- Par les équipes d'investissement pour les organisations préparant une évaluation interne en amont de l'évaluation indépendante, ou pour celles non dotée de cette fonction (incomitant alors au comité de valorisation)
- Par le valorisateur indépendant, qu'il soit interne (poste dédié, ou équipes financières ou autre - cf. Fiche 1) ou externe

Pour celles des sociétés de gestion qui recourent à un évaluateur externe, à titre de conseil, en complément du comité de valorisation et/ou du valorisateur interne, la fréquence de sollicitation n'est pas nécessairement alignée avec la fréquence d'établissement des valeurs liquidatives. Ce recours est, dans la plupart des cas, a minima annuel ou en cas d'évènement pouvant affecter la valorisation (financier, capitalistique, stratégique, etc....).

Dans tous les cas, c'est le comité de valorisation, sur la base de l'évaluation indépendante, connaissance prise des évaluations internes si existantes (ou en l'absence d'évaluation indépendante), qui valide les valeurs retenues pour le portefeuille sous-jacent. Ces valeurs de portefeuille sont transmises au délégataire comptable (tiers indépendant dans la grande majorité des cas) qui établira la valeur liquidative (VL) des parts du fonds en intégrant l'ensemble des éléments financiers (actif, passifs, revenus et charges).

Ces valeurs liquidatives des parts de fonds sont revues d'abord au sein des directions financières des sociétés de gestion (contrôleur ou Directeur administrative et financier selon les cas), puis transmises, après corrections éventuelles, aux commissaires aux comptes (CAC).

Si l'essentiel des travaux du CAC reposent sur la validation des valeurs retenues pour le portefeuille, les travaux revoient l'ensemble des éléments impactant les VL de parts mais aussi les modes de présentation, des états financiers.

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

Rappel des guidances de l'IPEV

Pour rappel, les guidances de l'IPEV imposent la réalisation d'un *backtesting* en cas de sortie, c'est-à-dire l'analyse de l'écart entre le prix de sortie et la juste valeur déterminée lors de la dernière publication de valeur liquidative.

Ce *backtesting* vise à

- Préciser quelles informations étaient connues ou connaissables à la date de dernière valorisation
- Evaluer comment ces informations avaient été prises en compte pour obtenir les estimations de la juste valeur les plus récentes ;
- Déterminer si les informations connues ou connaissables étaient correctement prises en compte pour déterminer la juste valeur au regard du prix de sortie réel.

Cas spécifiques impliquant d'adapter les process

Détention de participations cotées

Dans ce cas particulier des participations cotées (et donc, dans le cas de fonds cross-over), les équipes d'investissement n'interviennent pas, compte tenu de la référence directe à des données de marché.

Rappelons que les guidances de l'IPEV limitent l'application des décotes aux seules restrictions imposées par les pouvoirs publics ou autres limitations juridiquement exécutoires attachées au titre.

C'est ainsi que, en dehors des cas susmentionnés, les clauses de lock-up ne peuvent justifier une décote d'illiquidité.

Opérations sous offre indicative

Les offres reçues par la société de gestion, plus ou moins engageantes, 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.

Chapitre 2 : notions clés de valorisation

INTRODUCTION

La valorisation de sociétés en *growth* et en *venture* nécessite une appropriation de certaines notions clés que nous avons jugées utile de rappeler dans ce guide. Au travers d'exemples concrets et de bonnes pratiques, nous apportons ici un éclairage complémentaire sur les principes et concepts développés dans les textes.

Les notions clés de valorisation sont présentées dans les Fiches suivantes :

- Référence aux investissements récents et décomposition du prix (étalonnage)
- Tours de financement à venir et offres indicatives
- Revalorisation du prix
- Provisions
- *Backtesting*
- Prise en compte des droits associés à chaque classe d'actifs
- Prise en compte des facteurs ESG dans la valorisation

Recommandations de l'IPEV

Historiquement, la méthode de valorisation couramment utilisée en capital-risque et en croissance consistait à se baser sur le "prix de l'investissement récent" ou le prix du dernier tour de financement. Cependant, cette approche a été remise en question par la dernière version des lignes directrices d'évaluation de l'IPEV publiée en décembre 2022.

Méthode d'"étalonnage à partir du prix d'un investissement récent"

Les auteurs du guide IPEV ont observé que la méthode du "coût", du "dernier round" ou de "l'investissement récent" était parfois utilisée par défaut et sur diverses périodes par certains praticiens. Cela conduisait à maintenir les investissements à leur coût initial pendant 12 ou 24 mois, sans analyse approfondie. Des abus ont été constatés dans ce domaine. Par conséquent, le guide de décembre 2022 a remplacé la méthode du "coût" par la méthode d'"étalonnage à partir du prix d'un investissement récent".

Comme l'indique la version française du dernier guide IPEV traduite par France Invest, "le prix d'un investissement récent ne doit pas être considéré comme une technique d'évaluation à part entière", et "le prix d'un investissement récent ne doit pas être utilisé par défaut et faire obstacle à une réestimation de la juste valeur à chaque date d'évaluation".

Selon le guide IPEV, à chaque date d'évaluation, la juste valeur doit être estimée en utilisant des techniques de valorisation appropriées. La norme comptable IFRS 13, qui est alignée avec la norme américaine ASC 820, définit la juste valeur comme "le prix qui serait obtenu lors d'une transaction normale entre des participants du marché à la date d'évaluation". Ce prix hypothétique tient compte des conditions de marché actuelles et de toutes les informations disponibles sur la société et son environnement à la date d'évaluation.

Maintenir le coût d'acquisition pendant de longues périodes pourrait être en contradiction avec cette exigence ; de même que le maintien par défaut du multiple d'acquisition sans tenir compte des conditions de marché les plus récentes (postérieures à la transaction de référence) comme l'exige la norme IFRS 13.

Plutôt que de retenir uniquement le coût d'acquisition, les normes comptables (IFRS 13) et le guide IPEV demandent de calibrer (d'étalonner) le prix de l'investissement récent ; c'est à dire de décomposer les paramètres induits par le prix de l'investissement récent. Par exemple, si l'investissement récent réalisé sur une valeur d'entreprise de 20 M€ correspond à 2 fois le chiffre d'affaires de 10 M€, les recommandations IPEV demandent de suivre ces paramètres dans le temps en mettant à jour le chiffre d'affaires de la société ainsi que le multiple d'acquisition, en fonction de l'évolution des multiples de marché, des risques et des perspectives de croissance spécifiques liés à l'investissement. Le principe d'étalonnage est essentiel selon les normes comptables (IFRS 13).

En pratique, la juste valeur dérivée d'une transaction récente sur le capital des sociétés détenues est utilisée pour calibrer les données dans différentes méthodes de valorisation, sous réserve que cette transaction soit considérée comme pertinente par le valorisateur (taille suffisamment significative et présence d'un tiers externe idéalement).

Le valorisateur doit déterminer si des changements ou des événements postérieurs à la transaction nécessitent une modification de la juste valeur de l'investissement.

En résumé, le coût initial ou l'investissement récent est un point de départ essentiel dans le processus de valorisation, mais il doit être considéré comme tel. Lorsqu'un investissement récent a eu lieu au sein de la société en portefeuille, son prix peut servir de base pour un étalonnage des données utilisées dans le modèle de valorisation.

Quelques bonnes pratiques

1. Exemple d'étalonnage pour une société profitable (EBITDA > 0)

Voici un exemple d'étalonnage proposé par le guide IPEV concernant une société ayant un EBITDA positif :

« L'étalonnage est un outil qui peut aider à appréhender l'impact du contrôle et de la liquidité, entre autres données, pour évaluer la juste valeur. À titre d'illustration, prenons l'hypothèse d'un investissement acheté à sa juste valeur correspondant à un multiple de 10 fois l'EBITDA. À la date d'acquisition, les sociétés comparables se négociaient 12 fois l'EBITDA. La comparaison avec les sociétés comparables montre que le multiple d'entrée de 10x tient compte de la liquidité, du contrôle et d'autres différences entre l'investissement et ces sociétés comparables. Aux dates de valorisation ultérieures, il faudra faire appel au jugement pour déterminer comment faire évoluer le multiple d'acquisition de 10x au regard de l'évolution du multiple des sociétés comparables.

Par exemple, si le multiple des sociétés comparables est passé de 12x à 15x, le valorisateur peut en conclure que l'écart de deux sur l'EBITDA à l'entrée (10x contre 12x) doit être maintenu, ce qui aboutira à estimer la juste valeur en appliquant un multiple de 13x à l'EBITDA actualisé de la société détenue. Le même type de jugement sera exercé pour l'utilisation de données dans d'autres techniques de valorisation. Aux dates de valorisation ultérieures, le valorisateur n'utilisera pas automatiquement l'écart constaté à l'entrée (2x), mais déterminera le prix auquel un participant au marché serait prêt à payer l'investissement, en prenant comme point de référence les données d'entrée calibrées (étalonnées).

Remarque : le valorisateur a toute latitude, en fonction des conditions et circonstances, pour déterminer s'il est plus approprié de retenir une variation absolue ou relative (pourcentage) des multiples »

2. Référence au dernier round

La norme IFRS 13 sur la juste valeur requiert la prise en compte du point de vue d'un participant de marché¹ à la date de valorisation (a "market participant"), ce qui correspond au point de vue d'une personne qui se porterait acquéreur de l'investissement et proposerait un prix pour cet investissement en tenant compte de tout ce qui était connu et connaissable à la date de valorisation. Le valorisateur doit incorporer dans son analyse le point de vue d'un participant de marché. Et si le valorisateur arrive à documenter qu'un participant du marché hypothétique estimerait que la juste valeur de l'investissement à la date de valorisation (par exemple, 6 mois après la transaction initiale) correspondrait toujours au prix d'acquisition, il serait dans ce cas toujours tout à fait possible de conclure que ce prix correspond toujours à la juste valeur de l'investissement. Cependant, il est essentiel d'en expliquer les raisons et de bien documenter cette conclusion. L'exercice d'étalonnage, s'il est réalisable (ce qui nécessite au minimum un chiffre d'affaires pour dériver un multiple d'acquisition à partir du coût d'acquisition), doit être effectué et documenté de manière approfondie, le cas échéant.

Par exemple : « Nous avons effectué un étalonnage de la valorisation lors de l'investissement récent, au moment de la transaction initiale (à 5 fois l'ARR). Depuis cet investissement initial, la société a franchi plusieurs étapes positives, telles que la mise sur le marché d'une solution ou l'acquisition de son premier client. Et/ou elle a également rencontré des obstacles, comme des retards dans le développement d'un produit, le départ du fondateur ou l'incapacité à lever des fonds. Malgré cela, nous constatons une certaine stabilité de l'ARR, qui n'a augmenté que de 5 %. Les multiples des sociétés comparables sont restés relativement stables depuis l'investissement initial. Étant donné que l'investissement est relativement récent (par exemple, 7 mois), cette transaction récente constitue une référence importante pour la valorisation du capital de la société. L'étalonnage du prix de l'investissement récent indique un prix proche de celui du prix d'acquisition. Ainsi, nous proposons de conclure sur la valeur du dernier round qui reste la référence la plus importante pour cette valorisation. »

¹ L'IFRS 13 définit les participants de marché (market participant) comme des acheteurs et des vendeurs sur le marché principal (ou le plus avantageux) pour l'actif ou le passif. Les participants de marché sont indépendants, bien informés, capables/sophistiqués et désireux de conclure une transaction pour l'actif ou le passif. Les participants de marché sont identifiés par leurs caractéristiques générales, en tenant compte des facteurs spécifiques à l'actif ou au passif et au marché (source : IFRScommunity.com).

En synthèse, la juste valeur peut être égale au prix d'un investissement récent, mais le prix d'un investissement récent n'est pas automatiquement représentatif de la juste valeur.

Dans le cas du *venture*, lorsqu'il est difficile ou n'est pas possible de procéder à une décomposition du prix, se référer à la sous-fiche "Approche pour le *venture*".

Les décotes et les surcotes

Comme le présente l'exemple 1 précédemment. Exemple d'étalonnage pour une société profitable (EBITDA > 0), les décotes sont généralement dérivées du processus d'étalonnage, avec par exemple une décote de 17 % identifiée par rapport aux sociétés comparables en date d'investissement pour l'exemple 1 (10x pour l'investissement récent et 12x pour les sociétés comparables).

Selon la théorie financière, ces décotes sont généralement représentatives des risques spécifiques liés à l'investissement comme la taille, l'illiquidité, la diversification, ou la qualité du management, et ceci à l'opposé des risques systématiques, dits de marché.

Le guide IPEV ne donne aucune indication sur la façon dont cette décote globale par rapport aux sociétés comparables (ce bloc de risques spécifiques) doit être allouée à chaque risque (taille, illiquidité, diversification, etc.). En revanche, le guide IPEV recommande de bien suivre ces risques spécifiques dans la durée et le cas échéant d'ajuster cette décote globale à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution de ces risques spécifiques. Ainsi, si pendant la durée de vie de l'investissement, la société a beaucoup grandi et s'est diversifiée, il peut être légitime de s'attendre à une diminution de cette décote initiale au cours de la durée de vie de l'investissement. Diminuer ne veut pas dire totalement écraser puisque, jusqu'à la fin, il pourrait subsister une décote d'illiquidité, sauf à ce que la société ne soit introduite en bourse.

L'étalonnage est un outil approprié pour suivre les initiatives de création de valeur mises en œuvre par les fonds d'investissement. Il est tout à fait possible que la thèse d'investissement d'un fonds soit de faire croître la société, de la diversifier, que ce soit au niveau géographique ou au niveau de l'offre de produit, de faire en sorte que son management soit plus expérimenté, plus diversifié. Dès lors, la thèse d'investissement correspondrait, de fait, à réduire, voire éliminer, certains risques spécifiques de la société en comparaison aux sociétés cotées qui sont plus matures et plus diversifiées.

Cependant, en *growth* et en *venture*, lors du processus d'étalonnage initial par rapport à un échantillon de sociétés comparables, il est possible que nous ne soyons pas en situation de décote par rapport aux sociétés comparables, mais en situation de surcote. Par exemple, la transaction récente a été réalisée à un multiple de 4x l'ARR ou le CA, quand les sociétés comparables sont valorisées en moyenne 2x leur ARR ou leur CA.

Une situation de surcote intervient souvent lorsque la société bénéficie de perspectives de croissance beaucoup plus élevées que les sociétés comparables cotées, qui sont des entreprises matures, installées, de taille bien plus importante et avec des perspectives de croissance plus faibles. La société en *growth* ou *venture* reste exposée à des risques spécifiques tels que la petite taille, la liquidité ou le manque de diversification mais il est possible de considérer que les risques spécifiques sont plus que compensés par ces perspectives de croissance élevées qui sont bien plus importantes que celles des sociétés comparables.

Lorsqu'il n'est pas possible de procéder à un étalonnage sur la base d'un tour de financement récent, il existe différents outils permettant d'appréhender ce que représenterait une décote d'illiquidité, comme le modèle de Finnerty par exemple (Discount for Lack of Marketability, ou « DLOM »), dont certains templates sont facilement disponibles sur internet.

FICHE 4 Tours de financement à venir et offres indicatives

Recommandations de l'IPEV

Concernant les offres indicatives, le guide IPEV suggère que les offres indicatives, émanant d'un tiers et concernant une entreprise récemment acquise, peuvent fournir une indication utile de sa juste valeur. Cela s'applique aux offres portant sur tout ou partie de la société, ainsi qu'aux indications de prix pour le refinancement de dettes privées ou de capital.

Cependant, avant de considérer ces offres comme des indications de la juste valeur, l'évaluateur doit tenir compte des raisons qui ont poussé le tiers à les formuler. Les offres indicatives peuvent délibérément être élevées (par exemple, pour entamer des négociations) ou proposées sous certaines conditions ou en fonction d'événements futurs.

Inversement, elles peuvent délibérément être basses si l'auteur de l'offre pense que le vendeur est contraint de vendre, ou s'il souhaite accroître sa participation au détriment d'autres parties prenantes moins liquides. De plus, ces offres peuvent reposer sur des informations insuffisantes pour être pleinement fiables.

En résumé, bien que les offres indicatives puissent étayer une valorisation basée sur d'autres méthodes, elles ne constituent généralement pas une preuve suffisante de la juste valeur. Lorsqu'une offre progresse vers la signature d'un contrat et la clôture de la transaction, il est possible d'accorder davantage de poids au contrat en cours, en tenant compte des conditions et des circonstances. Le prix négocié d'une transaction non encore conclue doit également être ajusté en fonction de l'incertitude entourant cette transaction, par exemple en intégrant dans l'analyse des scénarios pondérés/probabilisés qui permettraient de capturer le risque de non-réalisation de l'opération (par exemple 90 % réalisation de l'offre au prix proposé, et 10 % de l'offre non réalisée et maintien de l'approche de valorisation utilisée dans le passé).

Enfin, il est important de noter que la juste valeur doit reposer sur des informations qui étaient connues ou connaissables à la date de valorisation, modulo l'application des normes comptables liés aux événements postérieurs à la date de valorisation. Les données dérivées d'une transaction qui aurait eu lieu ultérieurement à la date de valorisation ne peuvent être prises en compte que si elles étaient déjà connues ou connaissables à la date de la valorisation.

Concrètement, lorsqu'il s'agit de valoriser une société qui se trouve entre 2 tours de financement, mettons par exemple la Série B et la Série C, et que des premières discussions ont eu lieu concernant cette Série C, il est très probable qu'un investisseur potentiel tienne compte de tout ce qui était connu et connaissable en date de valorisation pour déterminer le prix qu'il est prêt à payer pour cette Série C. Pour déterminer ce prix, cet investisseur tiendra sans doute compte du dernier round de financement (la Série B), qu'il aura calibré et dont il aura dérivé un modèle de valorisation, des jalons positifs ou négatifs intervenus depuis le dernier tour de financement, et l'investisseur tiendra compte également dans une certaine mesure des tours de financement en cours ou à venir, si des informations précises et concrètes sont disponibles sur ces derniers (et notamment sur cette fameuse Série C), comme par exemple des offres indicatives déjà officialisées par d'autres investisseurs.

Concernant les tours de financement à venir, les valorisations qui en seraient dérivées doivent être documentées, chiffrées, étayées et tous les documents justificatifs doivent être disponibles pour renforcer la valorisation et faire en sorte qu'elle soit traçable et auditable.

De même, les offres fermes doivent être intégrées à l'analyse, tout en tenant compte du risque de non-réalisation. Par exemple, si une offre ferme a été proposée à l'issue d'un processus compétitif avec des investisseurs sophistiqués et qu'elle est considérée comme une *arm's-length transaction*², il convient

² Conditions de concurrence normales

de la retenir comme base principale pour la valorisation. Cependant, il est important de prendre en compte les risques liés à la non-réalisation de cette offre. Si, par exemple, des clauses suspensives sont présentes (comme l'obtention de l'accord de l'autorité de la concurrence) et qu'il existe une probabilité de mettre 5 % pour que cet accord ne soit pas obtenu, il peut être judicieux de réaliser une analyse par scénarios futurs actualisés (PWERM, voir fiche 12). Dans ce cas, un scénario pondéré à 95 % concernerait la réalisation de l'offre, tandis qu'un scénario pondéré à 5 % envisagerait l'absence d'accord de la part de l'autorité de la concurrence (et donc la non-réalisation de l'offre).

Pour une société qui n'a pas de trésorerie suffisante pour tenir plus de 18 mois et qui doit donc mécaniquement procéder à une nouvelle levée, il serait inapproprié de se baser entièrement sur un tour de financement hypothétique prévu dans les 12 à 18 prochains mois, surtout si les discussions sont uniquement verbales et non documentées. Pour que les offres puissent être retenues dans l'évaluation, il est nécessaire d'avoir soit des offres fermes, soit des offres indicatives crédibles, mais tout en tenant compte des risques de non-réalisation de ces offres.

Une méthode appropriée pour tenir compte des prochains tours de financement consiste à utiliser la méthode basée sur des scénarios (ou « *Probability-Weighted Expected Return Method* » - PWERM), comme expliqué au sein de la fiche 12 de ce guide.

Cas pratique

Prenons l'exemple d'une société qui a récemment réalisé un tour de financement il y a 18 mois et qui est actuellement en discussion pour un nouveau tour de financement. Supposons que nous ayons reçu des offres indicatives pour ce prochain tour et que nous estimons que la probabilité de réalisation de ces offres soit de 80 % à horizon 6 mois.

Il serait opportun ici de mettre en œuvre cette approche prospective PWERM avec par exemple trois scénarios futurs :

- ▶ Le premier scénario concernerait le nouveau tour de financement avec une offre indicative, dont le prix serait retenu dans la valorisation avec une probabilité, par exemple, de 80 %.
- ▶ Le deuxième scénario se baserait sur une non-réalisation de l'offre et donc sur l'étalonnage du prix de l'investissement récent (tour précédent), sous réserve que la société dispose encore de suffisamment de trésorerie pour tenir quelques mois supplémentaires (pondération d'environ 10 %).
- ▶ Le dernier scénario envisagerait la liquidation de la société, en l'absence de trésorerie pour faire face aux échéances futures n'ayant pas réussi à effectuer de nouvelles levées de fonds (pondération d'environ 10 %).

Les valeurs associées à chacun de ces scénarios seraient positionnées dans le futur, actualisées à la date d'aujourd'hui et probabilisées en retenant les probabilités indiquées ci-dessus. Idéalement, ce modèle financier basé sur des scénarios futurs aurait été calibré sur le prix du dernier tour de financement (dernier round d'il y a 18 mois), conformément aux recommandations du guide IPEV (« *Calibrating to Price of Recent Investment* »).

Recommandations de l'IPEV

Pour rappel, selon les recommandations IPEV, en vue d'estimer la juste valeur en adoptant le point de vue des participants de marché, il est essentiel de tenir compte des éléments suivants :

- La juste valeur doit être estimée à chaque date de valorisation, à savoir à chaque fois que la Net Asset Value du fonds (« NAV ») fondée sur la juste valeur est communiquée aux investisseurs (LPs).
- Le prix d'un investissement récent (s'il est considéré comme représentatif de la juste valeur) doit être utilisé pour étalonner les données utilisées dans le(s) modèle(s) de valorisation.
- L'étalonnage imposé par les normes comptables (IFRS 13).
- Le point de vue des participants de marché doit être utilisé en vue d'estimer la juste valeur à chaque date de valorisation.
- Une fois les conditions et circonstances spécifiques prises en compte et les présentes lignes directrices appliquées, il est possible que la juste valeur à une date de valorisation ultérieure soit identique à celle qui avait été obtenue à une date de valorisation antérieure. Cela signifie que la juste valeur peut être égale au prix d'un investissement récent ; néanmoins, le prix d'un investissement récent n'est pas automatiquement considéré comme représentant la juste valeur.

Plutôt que de revaloriser un investissement en portefeuille, les recommandations de l'IPEV invitent à estimer la juste valeur d'un investissement à chaque date de valorisation. Quand il s'agit de procéder à une nouvelle valorisation de la société ou plutôt des instruments financiers de détention, plusieurs difficultés peuvent se poser.

Une des principales difficultés pour les praticiens consiste à retranscrire ou à prendre en compte des éléments souvent qualitatifs dans des valorisations qui se veulent quantitatives/financières. Dans le cas d'un investissement en phase de lancement ou de développement, c'est au moment de la décision d'investissement que le fonds d'investissements imagine un certain nombre de jalons ou de *milestones* pour les mois ou les années à venir au sein du mémorandum d'investissement interne.

Ces *milestones* varient selon les types d'investissements, les entreprises et les secteurs d'activité, mais comprennent généralement :

Des indicateurs financiers :

- Croissance du chiffre d'affaires ;
- Attentes en matière de rentabilité ;
- Niveau de consommation de trésorerie (*cash burn rate*) ;
- Respect des covenants (clauses des contrats d'emprunt).

Des indicateurs techniques :

- Stades de développement ;
- Cycles de tests ;
- Approbations des brevets ;
- Autorisations réglementaires.

Des indicateurs marketing et commerciaux :

- Enquêtes auprès des clients ;
- Phases de tests ;

- Lancement sur le marché ;
- Part de marché.

En outre, les facteurs déterminants du marché de la société détenue, ainsi que l'environnement économique global, sont pertinents pour la valorisation.

Lorsqu'il applique la méthode des *milestones*, le valorisateur tente d'évaluer s'il existe une indication de variation de la juste valeur en examinant ces derniers. Cette valorisation peut consister à apprécier s'il y a eu :

- Des variations significatives des résultats de la société détenue par rapport aux prévisions budgétaires ou aux *milestones* ;
- Des changements concernant les prévisions de réalisation des *milestones* techniques ;
- Des changements importants touchant le marché de la société détenue ou ses produits ou produits potentiels (changements réglementaires par exemple) ;
- Des changements importants touchant l'économie mondiale ou l'environnement économique dans lequel la société détenue exerce ses activités ;
- Des variations notables dans la performance observable de sociétés comparables ou dans les valorisations implicites par le marché en général, et tout événement interne comme la fraude, les litiges commerciaux, les contentieux, les changements dans l'équipe de direction ou les changements de stratégie.

Si le valorisateur conclut à l'existence d'une indication de variation de la juste valeur, il doit estimer le montant de l'ajustement éventuel par rapport à la dernière juste valeur communiquée. Cet ajustement sera, du fait de sa nature même, subjectif. Cette estimation est généralement fondée sur des données objectives émanant de la société et sur l'expérience des valorisateurs ayant déjà fait face à ce type de situation.

La nécessité et l'ampleur des ajustements dépendent néanmoins de critères relativement subjectifs et font largement appel au jugement de l'évaluateur. En cas de dégradation de la valeur, l'évaluateur doit réduire la valeur comptable de l'investissement communiquée lors de la précédente date de valorisation afin de refléter la baisse estimée, ce qui peut revenir à passer une provision du point de vue comptable. Certains professionnels le font sous forme de décotes par paliers (voir section Provisions ci-après).

Lorsqu'il existe des indications de création de valeur, comme celles énumérées ci-dessus, l'évaluateur peut envisager d'augmenter la valeur de l'actif. Il est nécessaire de faire preuve de prudence de manière à ne valoriser les évolutions favorables que lorsqu'elles contribuent à accroître la valeur de la société détenue du point de vue d'un participant de marché. Lorsqu'il examine ces indicateurs implicites d'accroissement de valeur, alors qu'il n'y a ni nouveaux tours de financement ni bénéfices, l'évaluateur doit s'interroger sur la valeur qu'un participant de marché accorderait à ces indicateurs, en prenant en compte les résultats potentiels en découlant et les coûts et risques pour y parvenir.

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 et les conditions actuelles qui influencent l'évolution des marchés et de la société.

Souvent, les praticiens se réfèrent aux tours de financement passés et futurs pour évaluer leurs investissements. Ils considèrent que ces tours de financement fournissent des indications solides, avec des repères externes provenant du marché, permettant ainsi de revaloriser la société. Le tour de financement récent, en particulier, apporte de la sécurité à l'ensemble des parties prenantes pour revaloriser la société. Il s'agit souvent d'un tour externe où un processus compétitif est organisé avec des banques d'affaires et des conseillers. L'entrée au capital peut se faire avec des partenaires stratégiques ou financiers, qui

répondent à la définition de participants de marché. Selon IFRS 13, un participant de marché est une personne ou une entité indépendante du vendeur, sophistiquée, compétente, capable et désireuse de conclure une telle transaction. Ces transactions, réalisées par des participants de marché, sont des marqueurs extrêmement importants pour la valorisation des actifs non cotés et les normes comptables, ainsi que les recommandations IPEV, nous enjoignent à les retenir comme tels dans les valorisations.

Si la situation de la société diffère considérablement de celle au moment de l'investissement initial, il est essentiel de prendre en compte tous les développements, positifs ou négatifs, et de les intégrer dans la valorisation à l'aide de méthodes appropriées. Une bonne évaluation financière ne peut se faire sans jugement professionnel. Le guide IPEV mentionne d'ailleurs le mot "jugement" à plus de 10 reprises. Bien que personne ne puisse reprocher à un praticien d'exercer son jugement professionnel, il incombe aux praticiens, aux valorisateurs et aux investisseurs de documenter de manière approfondie les hypothèses et les paramètres de valorisation, en expliquant leur raisonnement et leur fondement.

Se limiter à prendre en compte uniquement les tours de financement passés et à venir pourrait soulever des interrogations quant à la mise en œuvre correcte des recommandations de l'IPEV et à la définition de la juste valeur. Ignorer les jalons qualitatifs, sous prétexte qu'il est difficile de les retranscrire au sein d'évaluations quantitatives, pourrait également susciter des questions concernant leur compatibilité avec les normes internationales et la définition de la juste valeur.

Comme le souligne le guide IPEV, l'approche la plus appropriée pour évaluer la juste valeur consiste à retenir une technique de valorisation basée sur les données de marché et sur les hypothèses des participants de marché comparables. L'étalonnage de ces scénarios ou jalons peut conduire à une juste valeur égale à la valeur de la dernière transaction sur une durée limitée. Il est fréquent que les jalons qualitatifs fournissent une indication sur l'évolution de la juste valeur.

Les techniques de valorisation pouvant être utiles pour estimer la juste valeur des investissements en *growth* et en *venture* sont notamment les suivantes (voir Chapitre 3) :

- Les méthodes fondées sur des scénarios, méthodes prospectives qui envisagent un ou plusieurs scénario(s) possible(s) pour l'avenir (la méthode « PWERM »)
- La méthode de valorisation des options (Option Pricing Model « OPM », ou Contingent Claim Analysis « CCA ») ; cette méthode prospective, plutôt que d'envisager différents scénarios futurs, prend en compte la valeur estimée des fonds propres au moment de la valorisation, puis répartit cette valeur entre les différentes catégories de capitaux propres en considérant que les résultats seront systématiquement distribués ;
- La méthode de la valeur actuelle, qui consiste à répartir la valeur estimée des capitaux propres entre les différentes participations au capital de l'entreprise en supposant une cession de celle-ci à la date de valorisation ;
- La méthode hybride, qui combine les méthodes fondées sur des scénarios et la méthode de valorisation des options. Les méthodes fondées sur des scénarios, méthodes prospectives qui envisagent un ou plusieurs scénarios.

Ces méthodes sont présentées dans une partie séparée de ce guide.

Quelques bonnes pratiques

Méthodes de valorisation

La valorisation périodique des investissements non cotés présente des particularités, notamment la possibilité de s'appuyer sur les tours de financement récents et à venir. Il est essentiel d'intégrer les jalons et références importants dans ce processus. De plus, il convient de documenter et de prendre en compte tous les événements positifs et négatifs survenus depuis la dernière valorisation. L'objectif est de mettre en place un modèle de valorisation qui accompagne et documente l'évolution de la valeur de l'investissement de manière périodique, par exemple tous les 6 mois.

Cas des sociétés cotées

Comme l'indique le guide IPEV, « les instruments cotés sur un marché actif doivent être évalués à un prix compris dans l'écart entre cours acheteur et cours vendeur (bid-ask) qui est le plus représentatif de la juste valeur à la date de valorisation. L'évaluateur doit systématiquement utiliser l'estimation ponctuelle la plus représentative à l'intérieur de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur. »

La norme IFRS 13 définit un marché actif comme un « marché sur lequel ont lieu des transactions sur l'actif ou le passif selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix ». Cette définition fondée sur les principes ne donne pas de recommandations spécifiques quant à la fréquence et au volume suffisants pour être considérés comme communiquant une information fiable sur le prix, et n'indique pas non plus si les transactions sur les marchés de gré à gré répondent à la définition d'un marché actif.

Le valorisateur doit exercer son jugement en fonction de la nature de l'investissement pour déterminer la fréquence et/ou le volume qui seraient considérés comme communiquant une information fiable sur le prix. Si un fonds investit directement dans des titres négociés sur un marché de gré à gré considéré comme leur principal marché par le valorisateur, celui-ci peut considérer que ce niveau d'échanges correspond à un marché actif. Toujours selon le guide IPEV, « même si un marché n'est pas considéré comme actif, des transactions observables fournissent quand même une indication de valeur et doivent être prises en compte dans l'estimation de la juste valeur. »

La valorisation de la juste valeur d'un instrument financier ne doit pas prendre en compte une prime ou une décote qui ne serait pas cohérente avec l'unité de compte retenue (un titre, un instrument financier). Les normes comptables n'autorisent pas les décotes pour bloc de titres. Même en période de dislocation des marchés ou de volatilité des marchés publics, les titres faisant l'objet d'échanges actifs (titres cotés) doivent être présentés, selon les règles comptables, à la valeur $P*Q$, P étant le cours de clôture sur la place boursière concernée à la date de valorisation et Q le nombre d'actions détenues.

En cas de forte volatilité des marchés publics, certains pourraient estimer que le prix P n'est pas représentatif de la juste valeur. Malgré cela, même dans ces circonstances, la règle « $P*Q$ » continue de s'appliquer selon le guide IPEV.

Dans la pratique, il est indispensable d'impliquer les auditeurs car cette question aborde des thématiques comptables dont la hiérarchie IFRS (Level 1, Level 2, Level 3).

Recommandations de l'IPEV

Les recommandations IPEV ne proposent pas ce type de démarches (constatation de dépréciations) qui trouvent leur historique en France dans des référentiels comptables prônant la constatation immédiate de moins-value latentes (à l'opposé de plus-values latentes dont on attend qu'elles aient plutôt un caractère certain pour les prendre en compte) et le principe de prudence.

Les recommandations IPEV font uniquement référence à la notion de juste valeur qui implique la constatation de moins-values mais également la constatation de plus-values. Le principe clef des IPEV est plutôt le suivant : La juste valeur doit être estimée à chaque date de valorisation, à savoir à chaque fois que la NAV du fonds est communiquée aux investisseurs (LP).

Néanmoins, des règles de provisionnement sont largement mises en place parmi les professionnels (surtout pour les investissements en amorçage (Seed) ou en phase précoce de développement (Early Stage), elles sont réconciliables avec les recommandations IPEV si elles répondent à la définition de la juste valeur et si les plus-values latentes sont également intégrées dans les valorisations.

Quelques bonnes pratiques

Pour les investissements très récents, notamment au stade du financement initial (Seed), il est courant de prévoir que certains investissements se solderont par des pertes. La performance du fonds dépendra alors de quelques sorties particulièrement réussies.

Dans ce contexte, il est envisageable de mettre en place des systèmes de provisionnement basés sur des arbres de décision. Cependant, il est essentiel que ces arbres de décision et les principes de provisionnement soient cohérents avec la définition de la juste valeur.

Il est primordial que les valorisations issues de prix d'acquisition provisionnés/décotés reflètent fidèlement la vision qu'aurait un participant de marché, en tenant compte de tous les éléments concernant l'investissement et son environnement qui seraient connus ou connaissables à la date de valorisation.

Certains fonds d'investissement ont défini au sein de leur politique de valorisation des niveaux de décotes par paliers (10 %, 25 %, 50 %, 75 %, 90 %) qui seraient atteints en fonction de *milestones* ou jalons négatifs, par exemple :

- preuve de concept (*Proof of Concept / POC*) non développé,
- produit non commercialisé,
- absence de clients,
- niveau de trésorerie (*cash runway*) problématique,
- pas de possibilité de nouvelle levée,
- pas de soutien des actionnaires actuels,
- procédure collective

Par ailleurs, les provisions sont directement liées à la méthode de valorisation par scénarios pondérés actualisés (PWERM). Il est possible avec cette méthode de tenir compte d'une probabilité plus élevée pour des scénarios tels que la restructuration, la faillite ou la liquidation judiciaire lors de la valorisation (augmentation de la pondération/probabilité en date de valorisation).

Dans ce cadre le jugement professionnel doit intervenir, parfois à l'aide de conseillers (avocats pour procédures collectives par exemple) et il est important de documenter les choix qui sont pris en interne pour faire face à de telles situations.

Recommandations de l'IPEV

Comme l'indique le guide IPEV, les valorisateurs doivent chercher à comprendre les écarts importants qui se manifestent à juste titre entre le prix de sortie et la juste valeur évaluée précédemment. Ce processus est appelé le *backtesting* (contrôles ex post).

Le *backtesting* vise à :

- ▶ Préciser quelles informations étaient connues ou connaissables à la date de valorisation
- ▶ Evaluer comment ces informations avaient été prises en compte pour obtenir les estimations de la juste valeur les plus récentes ;
- ▶ Déterminer si les informations connues ou connaissables étaient correctement prises en compte pour déterminer la juste valeur au regard du prix de sortie réel.

Le *backtesting* consiste à comparer, à la date de l'estimation la plus récente de la juste valeur, un événement de liquidité effectif (cession, introduction en Bourse, tour de financement) ou un événement de liquidité anticipé. En comparant la valorisation découlant d'une réalisation ou d'un événement de liquidité effectif aux estimations de la juste valeur aux dates de valorisation les plus récentes, l'évaluateur dispose d'informations supplémentaires qui l'aident à évaluer la rigueur du processus d'estimation de la juste valeur. Cela ne signifie pas que le prix de sortie doit être totalement égal à la juste valeur évaluée précédemment, mais que le prix de sortie doit faire partie des données utilisées afin de renforcer sans cesse la rigueur du processus d'estimation de la juste valeur.

Le *backtesting* ne vise pas uniquement à détecter les erreurs théoriques potentielles du processus de valorisation, mais plutôt à encourager le valorisateur à prendre en compte les changements qui ont pu survenir entre la date de valorisation et la date de publication. Ces changements peuvent concerner les informations disponibles, les conditions du marché et les investisseurs (les participants de marché).

Le *backtesting* fournit des indications précieuses pour évaluer ultérieurement la juste valeur. Au fil du temps, il permet au valorisateur d'identifier d'éventuels biais (par exemple, des hypothèses excessivement prudentes) dans le processus de valorisation, ce qui peut conduire à des améliorations. En outre, le *backtesting* peut servir à évaluer la fiabilité des hypothèses utilisées pour estimer la juste valeur, notamment en ce qui concerne l'EBITDA normalisé, l'endettement net, etc. Il repose sur des informations connues ou connaissables à la date de valorisation.

Quelques bonnes pratiques

En réalité, deux types de *backtesting* sont couramment utilisés par les professionnels. Le premier correspond au *backtesting* de sortie, tel que préconisé par le guide IPEV. Le second, que l'on pourrait qualifier de *backtesting* financier, est souvent sollicité par les auditeurs. Il consiste à vérifier que les données prévisionnelles utilisées dans les modèles de valorisation sont en adéquation avec les données finales publiées et auditées quelques mois plus tard.

Prenons l'exemple d'un fonds d'investissement dont le comité d'investissement se réunit le 15 janvier de l'année N+1 pour établir les valorisations au 31 décembre de l'année précédente (l'année N). Il est peu probable que le chiffre d'affaires de l'année N soit déjà connu au 15 janvier de l'année N+1. Dans ce cas, il conviendra d'utiliser les données estimatives fournies par le management de la société en portefeuille pour procéder à la valorisation. Le *backtesting* financier consistera alors à vérifier que ces données estimatives ont bien correspondu aux données finales auditées et que le management de la société en portefeuille démontre une bonne capacité à prévoir les principaux agrégats financiers de l'entreprise.

Recommandations de l'IPEV

Les recommandations IPEV encouragent fortement la prise en compte des droits attachés aux différents instruments financiers de détention dans les valorisations périodiques. En effet, les fonds d'investissement détiennent des instruments financiers de détention qui peuvent fortement varier au sein d'une table de capitalisation. Ces instruments financiers ont en effet des droits (préférence de liquidité, séniorité, option de conversion, etc.) qui peuvent avoir des conséquences importantes sur la valorisation desdits instruments.

Un participant de marché valoriserait sans doute différemment une action avec une préférence de liquidité de deux fois par rapport à une action ordinaire, surtout dans un contexte où la société n'irait pas très bien. 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.

Certains investisseurs ou valorisateurs négligent les distinctions entre les différents droits attachés à chaque classe d'actifs lors des valorisations financières. Ils justifient parfois cette omission en arguant que les préférences de liquidité ont assez peu d'importances notamment dans des scénarios très favorables (IPO par exemple) ou très défavorables (liquidation).

Lors d'une introduction en bourse (IPO, scénario très favorable), toutes les actions de préférence sont converties en actions ordinaires, et il est donc légitime quelques mois avant une IPO de ne pas différencier la juste valeur des actions de préférence par rapport aux actions ordinaires puisqu'on sait que l'ensemble de ces actions de préférences seront converties en actions ordinaires au moment de l'IPO.

À l'inverse, dans le cadre d'une liquidation (scénario très défavorable), il est fréquent que tous les investisseurs perdent la totalité de leur mise, même s'ils bénéficient parfois de préférences de liquidité. Et là encore, les préférences de liquidité importent peu puisque le traitement est identique avec la perte de la totalité de l'investissement. Dans ces deux cas extrêmes, les préférences de liquidité ont peu d'importance.

Cependant, entre ces 2 scénarios l'un très favorable et l'autre très défavorable, il existe une multitude de scénarios médians au sein desquels les préférences de liquidité ont une valeur réelle, et parfois très importante. La meilleure preuve que ces préférences de liquidités ont une valeur importante, notamment au niveau de la mise en place de l'investissement, c'est que ces préférences de liquidité font l'objet de longues discussions et de négociations lorsqu'elles sont mises en place à l'occasion d'un nouveau round de financement. Il est même inenvisageable pour certains acteurs du VC et du *growth* d'investir dans un nouveau round sans demander à bénéficier de préférences de liquidité par rapport à des Séries plus juniors.

Les meilleures pratiques consistent donc bien à estimer la juste valeur des droits attachés à chaque instrument financier de détention puisque ces droits peuvent avoir des valorisations très différentes en fonction des événements (IPO, liquidation, vente des actifs, vente M&A, nouveau round).

Les recommandations IPEV insistent sur le fait que "la valeur globale (« *Headline Value* »), à savoir la valeur de l'ensemble des actions multipliée par le prix payé par action lors du tour de financement récent, tient rarement compte des droits et préférences rattachés à chaque classe d'actions.

La *Headline Value*, qui a le mérite de pouvoir facilement être calculée, ne correspond que rarement à la valeur réelle des fonds propres de la société puisqu'elle prend pour hypothèse centrale que toutes les actions de la société, y compris les actions ordinaires non privilégiées, ont la même valeur que celle dérivée du dernier tour de financement, qui ne concerne dans les faits que la dernière série, la plus sénior.

Ainsi, prendre la valeur de la dernière série (la Série D par exemple) et l'appliquer par défaut à des instruments financiers plus juniors (actions ordinaires, Série A ou B ou C) n'est pas une bonne pratique par défaut selon le guide IPEV.

Selon les recommandations IPEV, "quand on procède à l'étalonnage du prix d'un investissement effectué récemment, il faut veiller à ne pas appliquer automatiquement la valeur d'un tour de financement à d'autres catégories de parts sans tenir compte des droits et préférences spécifiques de chacune d'entre elles. Quand il existe des différences en matière de droits et de préférences, il est possible que les autres catégories de parts ne soient pas exposées aux mêmes risques ni assujetties aux mêmes objectifs de rendement, et donc que leur valeur par rapport à l'investissement en soit affectée. Dans ce cas de figure, il se peut que la valeur des capitaux propres pleinement dilués (« post-money ») ne soit pas égale à la valeur d'un tour de financement et qu'il soit nécessaire d'estimer la valeur « post-money » à l'aide d'une technique d'évaluation."

En effet "de nombreuses entreprises en phase de lancement sont financées au moyen de plusieurs catégories d'actions différentes, offrant chacune à ses détenteurs des droits, des privilèges et des préférences spécifiques. Souvent, ces sociétés de portefeuille émettent à la fois des actions privilégiées et ordinaires, assorties d'options ou de warrants. Il existe généralement plusieurs séries d'actions privilégiées résultant de tours de financement successifs, et les droits qui les accompagnent varient probablement d'une série à l'autre. Lors de l'estimation de la juste valeur d'un investissement, l'évaluateur doit déterminer dans quelle mesure chaque catégorie d'actions donnerait droit à une participation aux distributions provenant d'une vente ou d'un autre événement de liquidité, ainsi que les implications pour la juste valeur de chaque catégorie d'actions".

Par ailleurs, lorsque des actions de préférence portent intérêt et peuvent être considérées économiquement comme des instruments de dette, il est important comme le rappelle le guide IPEV d'en obtenir la juste valeur au moyen d'une analyse du rendement tenant compte de la qualité de crédit, du coupon et donc de l'évolution des taux d'intérêt et de l'échéance, surtout pour des fonds exposés à une clientèle non professionnelle sous forme d'unités de compte dans le cadre de contrats d'assurance-vie comme l'a demandé l'AMF.

Quelques bonnes pratiques

Lorsque la table de capitalisation est composée d'instruments financiers ayant des droits financiers différents, il est nécessaire de les connaître et les répertorier afin de comprendre comment la valeur sera partagée entre les classes d'instruments financiers en cas de sortie favorable ou défavorable.

Il est important d'avoir une bonne vision de la somme des préférences de liquidité au sein de la table de capitalisation (nombre d'actions Série A * prix Série A + nombre d'actions Série B * prix Série B + nombre d'actions Série C * prix Série C) puisque le total de ces préférences de liquidité joue un rôle important dans l'analyse de valorisation.

Les méthodes qui permettent de différencier la valeur de chaque catégorie d'options sont notamment les méthodes PWERM, CCA/OPM, la méthode actuelle (CVM) et la méthode hybride. Elles sont présentées dans la fiche suivante de ce guide.

Recommandations de l'IPEV

Dans la mesure où ils sont considérés comme étant connus ou connaissables à la date de valorisation, les risques et opportunités en matière d'ESG, les initiatives de la société évaluée, l'environnement réglementaire et tout autre élément impactant les prévisions financières doivent être inclus dans les estimations de la juste valeur.

Toutes les informations connues et connaissables susceptibles d'avoir une incidence sur la façon dont un participant au marché perçoit un investissement et sur le montant qu'il est prêt à payer pour le réaliser doivent être prises en compte à chaque valorisation de la juste valeur.

Les facteurs ESG peuvent avoir une incidence sur la juste valeur tant d'un point de vue qualitatif que quantitatif.

Sur le plan quantitatif, observable ou mesurable, ils peuvent avoir :

- ▶ Une incidence favorable ou défavorable sur les flux de trésorerie prévisionnels, en fonction des mesures ESG prises ou prévues, telles que : sources d'énergie alternatives, charges de personnel, coûts des installations, coûts d'approvisionnement, etc.
- ▶ Une incidence de la modification du profil de risque, de la prime de risque spécifique à l'entreprise (incidence sur l'opinion)

Les lignes directrices de l'IPEV indiquent également que les facteurs ESG peuvent être pris en compte dans le cadre de la comparabilité avec des entreprises similaires.

Il se peut que les facteurs qualitatifs ne soient pas encore quantifiables, mais qu'ils aient une incidence sur le montant qu'un participant au marché serait prêt à payer pour acquérir une société. On prendra notamment en considération les éléments suivants :

- ▶ Proximité des bâtiments avec des zones côtières et risque d'inondation.
- ▶ Incidence d'une plus grande diversité au sein du personnel, de l'équipe de direction ou du conseil d'administration
- ▶ Probabilité de mesures gouvernementales susceptibles d'affecter un modèle économique

Les éléments énumérés ci-avant sont donnés à titre d'exemple uniquement. Il est probable que les facteurs ESG mesurables soient inclus dans les prévisions de flux de trésorerie, mais il n'est peut-être pas possible de les identifier individuellement.

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. Les répondants en sont globalement au stade de tester des approches, qu'ils décideront de pérenniser par la suite, si ces approches répondent aux attentes, sans créer d'usine à gaz pour les mettre en œuvre, puis les suivre dans le temps.

Chapitre 3 : méthodes de valorisation

INTRODUCTION

Pourquoi les méthodes de valorisation classiques sont peu adaptées au monde du *growth* et du *venture* ?

De nombreuses entreprises en capital-risque (VC) ou en croissance (*growth*) obtiennent leur financement grâce à divers tours de financement, également appelés séries. Chaque série correspond à une classe d'actions spécifique, conférant à ses détenteurs des droits, des privilèges et des préférences uniques. Ces entreprises émettent généralement à la fois des actions privilégiées (ou actions de préférence) et des actions ordinaires, ainsi que des options ou des bons de souscription. Les actions privilégiées peuvent inclure plusieurs séries résultant de tours de financement successifs, chacune ayant des droits susceptibles de différer de ceux des autres séries.

Lorsqu'il s'agit d'estimer la juste valeur de l'investissement du fonds, la société de gestion doit tenir compte de la manière dont chaque classe d'actions bénéficierait des distributions futures lors d'une vente ou d'un autre événement de liquidité. Ces distributions ont des implications pour l'estimation de la juste valeur de chaque classe d'actions.

En règle générale, les sociétés de portefeuille avec plusieurs classes d'actions les divisent en deux catégories principales : les actions de préférence et les actions ordinaires. Ces structures de capital sont courantes dans les jeunes entreprises de portefeuille, financées par des acteurs du *venture* et du *growth*.

La création de valeur dans ces jeunes entreprises est souvent un processus risqué. Les investisseurs peuvent financer ces entreprises dès le début de leur existence, lorsque leur modèle économique est incertain, qu'elles ont peu ou pas d'infrastructure, une équipe de direction incomplète et peu de perspectives immédiates pour obtenir des clients et des revenus. Malgré ces défis, ces entreprises peuvent attirer d'importants capitaux de la part des investisseurs en *venture* ou en *growth*, en raison du potentiel de rendements élevés en cas de succès dans la réalisation de leurs plans.

Les investisseurs en *venture* et en *growth*, bien qu'ils soient la plupart du temps des actionnaires minoritaires des entreprises dans lesquelles ils investissent, cherchent généralement une protection contre les pertes et souhaitent exercer un contrôle significatif ou exercer une influence sur les activités des entreprises de portefeuille.

Dans de nombreux cas, en échange d'investissements en numéraire (en cash) dans la société de portefeuille, les investisseurs en *growth* ou en *venture* peuvent recevoir des actions de préférence qui confèrent divers droits à leurs détenteurs. Pour les sociétés financées par des fonds de VC/*growth*, les émissions initiales d'actions ordinaires sont principalement destinées aux fondateurs en échange d'une contrepartie nominale ou d'un faible montant en espèces.

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

1. **Actions ordinaires** : elles sont très répandues au sein du capital-investissement type *PE/Buy Out* car les sociétés matures soutenues par des sociétés de capital-investissement type *PE/Buy Out* sont souvent financées par un investissement initial important pour racheter les actionnaires existants. Une nouvelle structure de capital, généralement sous la forme d'actions ordinaires, est souvent mise en place. Les investisseurs en capital-investissement type *Buy-Out* sont également plus susceptibles de créer une société holding sous forme de société à responsabilité limitée pour racheter la société. Inversement, au sein des sociétés en *venture* ou *growth*, les actions ordinaires sont souvent réservées aux fondateurs et moins aux fonds d'investissements qui ont plutôt vocation à investir au travers de Séries avec des préférences de liquidité.

2. **Actions de préférence** : les sociétés en *venture* ou *growth* sont la plupart du temps financées par une suite de tours de financement (rounds ou Series), qui sont généralement négociés indépendamment et impliquent souvent différents investisseurs. Ainsi, la structure de capital peut inclure de nombreuses classes d'actions privilégiées avec différents droits et préférences.
3. **Autres** : il existe d'autres instruments financiers de fonds propres ou quasi-fonds propres, notamment de type optionnels et/ou convertibles (BSA, obligation convertible, etc.) qui doivent être pris en compte dans la valorisation des investissements. Les instruments optionnels peuvent générer une dilution pour les détenteurs d'actions ordinaires et d'actions de préférence quand ils sont exercés. Cette dilution potentielle doit être prise en compte dans l'analyse lorsqu'il s'agit de valoriser les actions ordinaires et les actions privilégiées.

La plupart des entreprises détenues par des acteurs du *growth* ou du *venture* chercheront finalement à obtenir de la liquidité par le biais d'une introduction en bourse initiale (IPO), d'une vente de l'entreprise ou par le biais d'opérations de refinancement ou de rachat d'actions qui peuvent survenir lors des différentes séries de financement. 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 qui permettrait de valoriser l'intégralité des droits économiques attachés à l'ensemble des actions préférentielles et des actions ordinaires au sein de l'écosystème *VC/growth*. De plus, il n'y a pas de méthode de valorisation qui serait supérieure aux autres parmi les méthodes largement répandues et utilisées par les professionnels. Chaque méthode présente ses avantages et ses inconvénients, et des compromis doivent être faits lors du choix d'une méthode par rapport à une autre. Le niveau de complexité varie d'une méthode à l'autre.

Certaines méthodes de valorisation peuvent sembler plus légitimes sur le plan théorique que d'autres pour valoriser ces investissements en actions ordinaires et en actions préférentielles, même si ces méthodes sont parfois plus complexes à mettre en œuvre pour valoriser les droits économiques différents au sein d'une structure de capital complexe.

Les droits non économiques, tels que les droits de vote, les clauses de protection, les droits de veto, les droits de composition du conseil d'administration, les droits de suivi, les droits de préemption et les droits d'information, ne sont généralement pas explicitement pris en compte dans les méthodes couramment utilisées pour évaluer les investissements en *growth* ou en *venture*. Cependant, ces droits sont pris en compte pour appréhender les attentes et le point de vue des participants du marché au sujet des scénarios de sortie attendus et au sujet du moment de la sortie (par exemple, l'impact des droits dits « *tag along/drag along* », qui permettent à un investisseur minoritaire d'influencer la sortie de l'investissement (nature et timing de la sortie).

Les méthodes traditionnelles de valorisation, telles que le modèle de flux de trésorerie actualisé (DCF), les comparables boursiers et les transactions comparables, présentent certaines limites et ne sont pas toujours adaptées aux jeunes entreprises non encore rentables. En effet, ces méthodes traditionnelles, si elles sont utilisées seules, ne permettent pas toujours d'appréhender correctement la valeur des droits économiques associés à chaque classe d'actions ou à chaque type d'instrument financier. Elles sont cependant utilisées et/ou adaptées et/ou insérées au sein de méthodes de valorisation qui sont directement adaptées aux investissements *venture* et *growth*.

Pour les investissements en *growth* ou en *venture*, le guide IPEV recommande quatre types de méthodes couramment utilisées qui permettent d'appréhender la valeur de droits économiques différents au sein de structures de capital complexes :

1. **Méthodes basées sur des scénarios (PWERM – Probability-Weighted Expected Return Method)** :
 - Ces méthodes prennent en compte un ou plusieurs scénario(s) futur(s), tels qu'une introduction en bourse (IPO), une augmentation de capital à une valorisation supérieure aux précédents tours

(*up-round*), une augmentation de capital à une valorisation inférieure aux précédents tours (*down-round*), une vente de la société à un acteur stratégique ou encore une liquidation.

- Elles permettent d'estimer les flux de trésorerie futurs disponibles pour chaque classe d'actions au moment des événements de liquidité projetés.
- Les différents scénarios, avec leurs flux de trésorerie futurs associés, sont probabilisés et actualisés.
- Ces méthodes sont calibrées sur le prix de l'investissement récent de sorte que ce n'est pas tant la répartition des probabilités qui importe que l'évolution des probabilités dans le temps à chaque date de valorisation puisque tout le modèle financier a été calibré à l'origine sur le prix de la dernière Série ou le prix du dernier round.

2. Méthodes optionnelles (OPM – Option Pricing Model ou CCA – Contingent Claim Analysis) :

- Cette méthode tient compte de la valeur actuelle des fonds propres et alloue cette valeur aux différentes classes d'actions en tenant compte d'un modèle optionnel qui permet une modélisation de la répartition future des distributions des flux de trésorerie à l'aide d'un modèle continu (distribution log-normale).
- Il s'agit d'un modèle de projection des scénarios continu, à l'opposé du modèle PWERM qui identifie quelques scénarios très précis (modèle discret).
- Chaque préférence de liquidité pour chaque série correspond à un strike price pour une call option.
- De même que la valeur des fonds propres peut-être modélisée comme un call option sur la valeur des actifs ou valeur d'entreprise (modèle de Merton) dont le strike correspondrait à la valeur de la dette, le modèle OPM correspond à la modélisation de plusieurs call options dont chaque strike correspondrait aux préférences de liquidité de chaque Série/chaque classe d'actions.
- Le modèle financier est lui aussi calibré sur le prix de la dernière série lors du dernier tour de financement. Ce modèle CCA permet de dériver en date du tour précédent le prix de chaque Série au sein de la table de capitalisation. Une valeur d'entreprise puis une valeur des fonds propres est ensuite dérivée de ces calculs en date du tour récent. Il est alors possible de calibrer/décomposer la valeur d'entreprise en date du tour précédent (mettons par exemple 3x le chiffres d'affaires) et de recalibrer la valeur d'entreprise en date de valorisation en mettant à jour le multiple de valorisation (3x) et le chiffre d'affaires de la société. Le modèle CCA est ensuite réutilisé pour allouer cette valeur d'entreprise puis cette valeur des fonds propres recalibrée en date de valorisation à l'ensemble des classes d'actions.
- Le modèle CCA permet d'éviter certains pièges qui consisteraient à retenir systématiquement la valeur du dernier tour de financement pour l'appliquer à des classes d'actions plus juniors alors qu'un participant de marché pourrait s'attendre dans de nombreux cas à ce qu'une décote soit appliquée aux classes les plus juniors. Et ce modèle permet de déterminer précisément, mathématiquement la décote qu'il faudrait appliquer aux séries plus juniors.

3. Méthode de la valeur actuelle (CVM – Current Value Method) :

- La méthode CVM consiste à modéliser une sortie (par exemple, une cession) à la date de valorisation et à allouer la valeur des fonds propres aux différentes classes d'actions conformément au waterfall en vigueur.
- Elle modélise sur ce qui se produirait maintenant si une cession devait avoir lieu et ne tient pas compte des scénarios de sortie futurs dont un participant de marché pourrait tenir compte dans son analyse.
- Dans la pratique, cette méthode peut être utilisée lorsque la société de gestion a le contrôle sur la sortie de l'investissement et/ou qu'un événement de liquidité est imminent.

4. Méthode hybride :

- Il s'agit d'une combinaison des méthodes basées sur des scénarios et de la méthode OPM/CCA.

Les deux premières méthodes (scénarios et OPM) sont prospectives et permettent d'appréhender le profil de distribution d'une action préférentielle qui n'est pas linéaire.

La troisième méthode (CVM) est souvent utilisée par les praticiens. Elle consiste à répartir la valeur des capitaux propres entre les différentes classes d'actifs de l'entreprise en supposant et modélisant une cession à la date de valorisation. Cependant, elle ne tient pas compte des scénarios de liquidité possibles au cours de la durée d'investissement. Cette méthode peut être mise en œuvre lorsque la société de gestion a le contrôle sur la sortie de l'investissement et qu'un événement de liquidité est imminent (cession par exemple). Mal utilisée, elle peut donner des résultats aberrants comme, par exemple, déterminer une valeur actuelle basée sur des multiples de marché, puis appliquer mécaniquement au sein du waterfall une préférence de liquidité de 2x dont bénéficierait la dernière Série (l'instrument de détention), ce qui aurait pour conséquence de faire doubler la valeur de l'instrument au moment de la 1ère revalorisation de l'investissement après la date de transaction initiale (sans aucune autre justification tangible).

Les quatre méthodes présentées (PWERM, OPM/CCA, CVM et méthodes hybrides) sont internationalement reconnues pour évaluer les investissements en growth ou en *venture*. Elles sont couramment utilisées dans la pratique. 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). Le choix de la méthode doit tenir compte de la nature de la société à valoriser et des caractéristiques spécifiques des actions (tels que les droits préférentiels, etc.). En fin de compte, l'utilisation du jugement est essentielle pour sélectionner une méthodologie raisonnable adaptée aux circonstances.

Recommandations de l'IPEV

1. Comparables boursiers

En fonction du stade de développement d'une entreprise, de son secteur d'activité et de sa zone géographique, le valorisateur peut appliquer un multiple de résultats ou de chiffre d'affaires, ou tout autre indicateur spécifique utilisé dans le secteur. Le multiple est calibré sur la base du prix de l'investissement récent, lorsque cela est possible. Lorsqu'il utilise la technique de valorisation par les multiples pour estimer la juste valeur d'une entreprise, le valorisateur doit :

- ▶ Appliquer un multiple qui est approprié et raisonnable (au regard de la taille, du profil de risque et des perspectives de croissance des résultats de la société sous-jacente) à l'indicateur de valeur applicable (résultats ou chiffre d'affaires) de la société détenue ;
- ▶ Ajuster la valeur d'entreprise au titre des actifs excédentaires ou hors exploitation, ou des passifs excédentaires, des autres passifs éventuels et des autres facteurs pertinents, pour parvenir à une valeur d'entreprise ajustée de la société détenue ;
- ▶ Déduire de ce montant la valeur des instruments financiers de rang supérieur à l'instrument du fonds bénéficiant du rang le plus élevé dans un scénario de liquidation (par ex., le montant qui serait payé) et prendre en compte l'incidence de tout instrument susceptible de diluer l'investissement du fonds pour aboutir à la valeur d'entreprise attribuable ;
- ▶ Répartir la valeur d'entreprise attribuable de manière appropriée entre les différents instruments financiers en utilisant le point de vue des participants au marché potentiels. Il est nécessaire d'exercer un jugement pour évaluer le point de vue d'un participant au marché.

2. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables est reconnue par l'IPEV mais il est important de mentionner que cette méthode présente des limites importantes au yeux de l'IPEV.

Comme l'indique le guide IPEV, « il arrive que des transactions récentes portant sur la vente de sociétés similaires servent de référence pour la détermination d'un multiple raisonnable ». Dans la mesure où ces transactions concernent le transfert de la totalité d'une société, alors que les multiples cotés s'appuient sur le prix de « petits lots » d'actions, les multiples issus de transactions récentes sont parfois considérés comme plus pertinents. Néanmoins, il arrive fréquemment que les données issues de transactions récentes ne puissent pas être utilisées en raison des facteurs suivants :

- ▶ L'absence de données financières prospectives et d'autres informations permettant d'identifier les différences et de procéder à un ajustement ;
- ▶ La fiabilité et la transparence généralement moins importantes des résultats communiqués par les sociétés non cotées ;
- ▶ La durée écoulée depuis la négociation/réalisation de la transaction ;
- ▶ L'incidence des questions de réputation liées aux facteurs ESG et à d'autres facteurs ;
- ▶ L'évolution des conditions du marché ;
- ▶ L'absence de données fiables sur le prix de la transaction elle-même.

Le valorisateur devra exercer son jugement afin de déterminer si les multiples de transaction ou les multiples des sociétés comparables, ou bien une combinaison de ces multiples, refléteraient le mieux le point de vue des participants de marché à la date de valorisation.

Quelques bonnes pratiques

1. Approche de marché calibrée

Comme mentionné précédemment, le guide IPEV expose certaines limitations concernant la méthode des transactions comparables. Cependant, il recommande vivement d'utiliser, voire de calibrer, les transactions récentes ayant eu lieu sur le capital d'investissement.

Le point de référence optimal selon le guide IPEV correspond aux dernières transactions portant sur le capital de la société. La transaction la plus récente est particulièrement intéressante, car elle tient compte des caractéristiques financières et opérationnelles récentes de la société.

Le guide IPEV invite à calibrer/décomposer le prix d'acquisition récent en date de transaction récente (par exemple 3x les revenus) et le guide IPEV invite à s'appuyer sur cet étalonnage pour mettre à jour la valorisation de l'investissement au moment des valorisations ultérieures : comment les revenus et les cash flows ont-ils évolué depuis l'investissement récent et comment les multiples des sociétés comparables cotées ont-ils évolué ?

Sur ce dernier point, 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. Il existe une volatilité au sein des marchés privés, comme le montre l'indice Argos Index, mais cette volatilité a pu différer, dans le passé, de la volatilité observée au niveau des marchés publics.

Certaines études financières ont constaté dans le passé que la volatilité observée au niveau des marchés privés avait été moins importante que pour les marchés publics, et que les tendances à la hausse ou la baisse observées au niveau des marchés publics pouvaient avoir été répercutées auprès des marchés privés en totalité ou en partie avec un décalage dans le temps (quelques semaines ou quelques mois plus tard).

Cela étant dit, il est conseillé d'être transparent avec les investisseurs du fonds sur ce point et de bien expliquer comment la volatilité des marchés publics est incorporée par analogie (en totalité ou en partie) dans les valorisations des sociétés en portefeuille puisque ces valorisations doivent tenir compte des conditions actuelles de marché. Là encore, le jugement intervient et les paramètres retenus doivent être expliqués.

2. Echantillon de sociétés comparables instable

L'exercice d'étalonnage constitue un outil pertinent pour suivre la valorisation des investissements dans le temps, de manière périodique (par exemple, tous les 6 mois). Cependant, pour garantir la comparabilité des données et pour bien appréhender les variations de valeur, il est essentiel que l'échantillon des sociétés cotées comparables reste stable.

Il peut arriver que cet échantillon ne soit pas stable. Par exemple, lorsqu'une société fait l'objet d'un retrait de la bourse, elle sortira mécaniquement de l'échantillon des sociétés comparables. De même, si une société fait faillite, elle ne fera plus partie non plus de cet échantillon.

Lorsque l'échantillon de sociétés comparables évolue, il est parfois nécessaire de recalibrer la valorisation initiale en fonction de cet échantillon, comme s'il avait été établi dès le départ avec une ou deux sociétés en moins. Cet étalonnage permet de déterminer la décote de valorisation par rapport à l'échantillon renouvelé. Cette décote est ensuite suivie depuis la transaction initiale pour toutes les valorisations ultérieures.

Il est important de noter que, dans certains cas, il peut être pertinent de définir deux échantillons de sociétés comparables, notamment lorsque la société à valoriser opère au sein d'un écosystème comprenant différents types de sociétés comparables.

En pratique, il est courant de retenir soit la moyenne, soit la médiane des valeurs des sociétés comparables pour chaque valorisation périodique. Cependant, la qualité des sociétés comparables importe davantage que leur quantité. Parfois, au sein d'un échantillon de 20 sociétés comparables, une seule d'entre elles est

véritablement comparable à l'investissement. Dans ce cas, il pourrait être opportun de ne retenir que cette société unique comme référence pour l'exercice de valorisation dans le cadre du suivi de l'étalonnage.

3. Pénurie de sociétés comparables ou de transactions

Lorsque le nombre de sociétés comparables cotées ou de transactions est limité, il est essentiel de s'interroger sur la pertinence de ces références rares pour l'exercice de valorisation en cours. Si ces références sont solides, il est possible de les retenir pour l'analyse. En revanche, si elles ne sont pas adéquates, il convient d'explorer d'autres méthodes de valorisation afin d'obtenir une perspective différente sur la valeur de l'investissement. Dans ces situations, il est recommandé d'utiliser des méthodes de valorisation alternatives pour renforcer l'analyse, trianguler les résultats ou éclairer les parties prenantes ou investisseurs du fonds face au manque de références concernant les sociétés comparables cotées ou les transactions. La mise en place d'une valorisation multicritère peut également être envisagée.

4. Bases de données pour les comparables

Il existe de nombreuses bases de données pour accéder aux données portant sur les sociétés comparables cotées ou portant sur les transactions comparables.

Exemple de bases de données pour les sociétés comparables (par ordre alphabétique) :

- Bloomberg (<https://www.bloomberg.com/europe>)
- Infront Analytics (<https://www.infrontanalytics.com>)
- LSEG (<https://www.lseg.com/en>) – Il s'agit de Reuters, devenue ensuite Refinitiv, et enfin LSEG
- S&P Capital IQ (<https://www.capitaliq.com/>)

Exemple de bases de données pour les transactions :

- Epsilon Reserarch (<https://www.epsilon-research.com/>)
- Merger market (<https://info.mergermarket.com/>)

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

Recommandations de l'IPEV

Cette technique de valorisation consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en calculant la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs (ou la valeur actuelle des résultats futurs, en remplacement des flux de trésorerie futurs). Les flux de trésorerie et la « valeur terminale » sont ceux de la société détenue et non ceux de l'investissement lui-même.

La technique des flux de trésorerie actualisés (Discounted Cash Flows – DCF) est souple dans la mesure où elle peut s'appliquer à tout type de flux de trésorerie (ou de résultats). La souplesse de cette technique d'évaluation permet de l'appliquer à des investissements de Capital investissement qui ne pourraient pas être évalués par d'autres techniques. Elle présente des limites importantes, même si elle peut être appliquée à des entreprises qui traversent une période de grands changements (financement de sauvetage, capital-retournement, repositionnement stratégique, pertes) ou qui sont en phase de démarrage.

Les inconvénients de la technique des DCF tiennent à la nécessité de disposer de prévisions détaillées de flux de trésorerie et d'estimer la « valeur terminale » ainsi qu'un taux d'actualisation ajusté du risque approprié. Toutes ces données font appel à des jugements subjectifs et la valeur actuelle qui en découle est souvent sensible aux moindres variations de ces données.

Les normes comptables n'établissent pas de hiérarchie entre les techniques d'évaluation. Elles encouragent cependant l'utilisation des techniques d'évaluation fondées sur les multiples. Par conséquent, alors que de nombreux praticiens estiment que la sélection des données utilisées pour la mise en œuvre de la technique d'évaluation fondée sur les DCF est soumise à un degré élevé de subjectivité, ces techniques d'évaluation fondées sur les résultats futurs peuvent être utiles pour corroborer les estimations de juste valeur déterminées à l'aide de techniques fondées sur le marché.

Quelques bonnes pratiques

1. Adéquation de la méthode DCF pour le VC/growth

Lorsqu'un évaluateur utilise la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie pour estimer la juste valeur d'un investissement, il doit calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs en se basant sur des hypothèses et des estimations raisonnables. Ces flux de trésorerie incluent à la fois les revenus attendus et la valeur terminale de l'investissement. De plus, l'évaluateur doit tenir compte du taux d'actualisation approprié pour refléter le risque inhérent à l'investissement.

Cette méthode de valorisation 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.

Cependant, pour les jeunes entreprises en phase de croissance, en capital-risque (notamment en phase d'amorçage), il est souvent difficile de prévoir avec certitude les flux de trésorerie futurs. Par exemple, dans le cas d'une entreprise en phase d'amorçage, le *Proof of Concept* (POC) peut ne pas encore être achevé, la commercialisation n'a pas encore commencé, et l'entreprise n'a pas encore de clients. Dans ces situations, prévoir les flux de trésorerie futurs devient complexe.

De plus, il est important de noter que la trajectoire financière réelle d'une jeune entreprise divergera presque toujours des projections initiales établies au moment de l'investissement en phase d'amorçage. Les probabilités de pivot après l'investissement initial doivent également être prises en compte, ce qui peut remettre en question les projections initiales.

Enfin, la méthode DCF (Discounted Cash-Flow) peut être difficile à appliquer aux investissements en

phase d'amorçage et de croissance qui ne génèrent pas de rentabilité immédiate et dont la rentabilité n'est pas attendue avant plusieurs années. Dans ces cas, la seule année où une rentabilité est prévue est souvent l'année terminale, ce qui fait reposer toute la valeur du DCF sur cette période. Et encore faut-il que cette année terminale puisse être considérée comme une année normative (rythme de croisière), ce qui est très difficile à anticiper et à modéliser pour de telles entreprises. Par conséquent, la méthode DCF n'est pas toujours pertinente pour valoriser des investissements à court ou moyen terme.

En revanche, lorsque la société est plus mature, notamment dans le cas de certains investissements en croissance (*growth*), et qu'elle a démontré un modèle économique solide avec des produits, des services et des clients générant du chiffre d'affaires, voire de la rentabilité, il devient plus aisé de construire des projections financières. Dans ces situations, l'analyse de la valeur par actualisation des flux de trésorerie (DCF) peut reposer sur des bases solides.

Cela dit, même dans ces cas, il est important de garder à l'esprit que les projections DCF sont un indicateur intéressant, mais qu'il faut exercer un jugement sur leur pertinence. D'autres méthodes de valorisation doivent également être prises en compte.

De nombreuses études internationales fournissent des taux d'actualisation (*expected rates of return*) qui peuvent être utilisés dans le cadre des DCF pour évaluer des entreprises en phase d'amorçage (*Seed*), de capital-risque (*venture*) et de croissance (*growth*). Par exemple, les études Pepperdine disponibles ici proposent des taux d'actualisation adaptés à ces contextes :

https://digitalcommons.pepperdine.edu/gsbm_pcm_pcmr/17/

Il est intéressant de noter que les taux d'actualisation appliqués aux DCF pour ces investissements en *growth* et en *venture* sont souvent bien plus élevés que pour des investissements dans des entreprises plus matures dont le modèle économique est éprouvé. Ces taux varient généralement entre 15 % et 45 % en fonction de la maturité de l'entreprise : plus le stade est risqué (comme pour les investissements en phase d'amorçage), plus les taux d'actualisation sont élevés.

2. Une déclinaison de la méthode des DCF utilisée dans le secteur Biotech / Pharma : la méthode RNPV

La méthode RNPV (*Risk-Adjusted Net Present Value*) repose sur une estimation des flux futurs de trésorerie de chaque projet, caractérisés par une première période de fort investissement et de coûts (phase de recherche), puis de revenus en croissance (phase de commercialisation). Chaque étape de développement est affectée d'une probabilité de succès, appliquée aux flux de trésorerie, ensuite actualisés, aboutissant ainsi à la valeur actualisée nette de chaque projet : la valeur totale du portefeuille de projet est alors obtenue par agrégation des RNPV individuelles.

Les méthodes basées sur des scénarios sont des approches prospectives qui prennent en compte les flux de distribution pour chaque catégorie d'actions à travers une gamme de scénarios de sortie futurs, actualisés à la date de valorisation à un taux de rendement approprié. Ces méthodes peuvent varier en complexité, allant de relativement simples à extrêmement complexes, en fonction du nombre et de la complexité des scénarios nécessaires pour capturer les différences de valeur entre les différentes catégories d'actions.

Cette méthode de valorisation estime la valeur des différentes catégories d'actions en se basant sur une analyse des valeurs futures de l'entreprise à valoriser, tout en tenant compte des divers résultats futurs possibles. La valeur des actions est établie en fonction de la valeur actualisée pondérée par la probabilité des flux de trésorerie futurs attendus, en prenant en considération chacun des résultats futurs possibles pour l'entreprise en portefeuille, ainsi que les droits de chaque catégorie d'actions.

Bien que les résultats futurs considérés dans un modèle de valorisation donné varient en fonction des faits et des circonstances propres à l'entreprise du portefeuille, les scénarios futurs couramment modélisés peuvent inclure une introduction en bourse (IPO), une fusion ou une vente, une dissolution ou la poursuite de l'exploitation en tant qu'entreprise privée jusqu'à une date ultérieure de sortie. Les scénarios de sortie futurs et le taux de rendement requis seraient calibrés sur le dernier tour de financement. Souvent ces scénarios futurs sont ceux qui ont été identifiés par l'équipe d'investissement au moment de l'investissement initial avec l'identification de scénarios high case, base case, low case pour les business plan supports de l'investissement initial.

Cette méthode PWERM implique une analyse prospective des résultats futurs potentiels disponibles pour l'entreprise à valoriser, l'estimation des possibilités de valeurs futures et présentes pour chaque résultat, et l'application d'un facteur de probabilité à chaque résultat à la date de valorisation, conformément aux hypothèses des participants du marché.

La liste suivante donne un aperçu simple de la manière dont cette méthode peut être appliquée. La construction spécifique du modèle et les hypothèses utilisées dépendront des faits et des circonstances entourant l'entreprise du portefeuille.

- 1. Identification des scénarios futurs pour l'entreprise en portefeuille :** en premier lieu, la société de gestion doit établir une liste exhaustive des scénarios de sortie envisageables pour l'entreprise en portefeuille. Ces scénarios peuvent inclure une introduction en bourse (IPO), une fusion, une vente, une dissolution ou la poursuite de l'exploitation en tant qu'entreprise privée jusqu'à une date ultérieure de sortie. Comme évoqué précédemment, souvent ces scénarios ont déjà été identifiés par l'équipe d'investissement au moment de l'investissement initial
- 2. Estimation de la valeur future des fonds propres pour chaque scénario :** pour chaque scénario futur envisagé, il est essentiel d'estimer la valeur "pre-money" de l'entreprise en portefeuille à la date correspondante. Une approche simple pourrait utiliser une seule valeur et une seule date pour chaque scénario, tandis qu'une approche plus complexe pourrait prendre en compte une plage de valeurs et de dates différentes. Il est crucial d'inclure à la fois des valeurs élevées et des valeurs basses dans la liste des scénarios, par exemple, une vente stratégique à une valeur élevée (scénario optimiste) ou une liquidation des actifs de l'entreprise (scénario pessimiste). Une analyse de scénarios complète doit tenir compte des priorités et des 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 estimée des capitaux propres entre les différentes catégories d'actions pour**

chaque scénario : dans chaque scénario, les valeurs futures sont attribuées aux différentes classes d'actions en fonction de leurs droits spécifiques (en appliquant le "waterfall"). Par exemple, lorsque les actionnaires privilégiés maximiseraient leur rendement en convertissant leurs actions de préférence en actions ordinaires, il serait approprié de supposer et modéliser la conversion dans ce cas de figure précis. Inversement, lorsque le rendement serait maximisé en exerçant une préférence de liquidation, il serait approprié de supposer et modéliser cette non-conversion. L'allocation doit également potentiellement tenir compte des impacts de dilution de tout financement supplémentaire requis pour chaque scénario (tour de financement par exemple) et l'allocation doit également tenir compte des options et bons de souscription dont on sait qu'ils seront sans doute exercés si les résultats dérivant d'un scénario donné sont dans la monnaie et dont on imagine avec une assurance raisonnable que des instruments optionnels seront activés.

4. **Pondération des scénarios possibles par leurs probabilités respectives pour estimer les flux de trésorerie futurs** : des probabilités doivent être attribuées à chaque résultat futur envisagé. Le modèle de valorisation peut inclure des sous-scénarios avec leurs propres probabilités, ou utiliser une distribution de probabilité pour modéliser une gamme de résultats. Cette pondération permet d'estimer les flux de trésorerie futurs attendus, ajustés en fonction des probabilités pour chaque classe d'actions.
5. **Actualisation de la valeur attendue des capitaux propres attribuée à chaque classe d'actions à la valeur actuelle en utilisant un taux d'actualisation approprié qui tiendrait compte du risque.** La société de gestion peut le cas échéant mettre en place des taux d'actualisation différents pour chaque classe d'actions, qui tiendraient compte du risque relatif de chaque classe d'actions. Les taux d'actualisation sont généralement calibrés sur le dernier tour de financement afin que les probabilités et les taux d'actualisation sélectionnés soient cohérents avec la valorisation induite par le dernier round de financement.
6. **Division de la valeur actuelle attribuée à chaque classe d'actions par le nombre respectif d'actions en circulation pour calculer la valeur par action pour chaque classe d'actions.** La valeur par action de chaque classe d'actions, y compris les actions ordinaires, est ensuite calculée. Un bon contrôle consiste à comparer le prix des actions dérivé du dernier tour de financement préférentiel avec la valeur implicite pour cette classe d'actions dérivée du modèle afin de pouvoir vérifier que l'ensemble des hypothèses utilisées sont raisonnables et appropriées au regard d'un tour de financement récent dont on connaît le prix pour la série qui a fait l'objet du tour de financement.

L'OPM (*Option Pricing Method*) ou CCA (*Contingent Claim Analysis*) est une méthode d'allocation qui tient compte de la valeur actuelle des capitaux propres et répartit cette valeur entre les différentes classes d'actifs en prenant en considération leurs droits et préférences. Dans le cadre de l'OPM, les actions ordinaires et les actions privilégiées sont considérées comme des options d'achat sur la valeur des capitaux propres de la société du portefeuille, avec des prix d'exercice basés sur les préférences de liquidation des actions privilégiées.

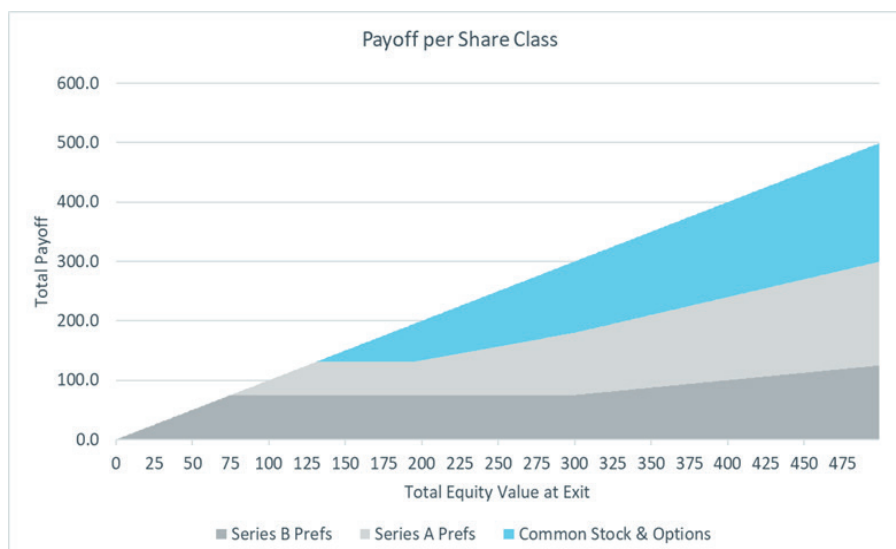
Les actions ordinaires sont modélisées comme des options d'achat donnant à leur propriétaire le droit, mais pas l'obligation, d'acheter la valeur sous-jacente des capitaux propres à un prix prédéterminé ou d'exercice. Les actions ordinaires sont considérées comme des options d'achat sur les capitaux propres à un prix d'exercice égal à la valeur restante immédiatement après la liquidation des actions privilégiées. L'OPM utilise couramment le modèle de Black-Scholes pour évaluer l'option d'achat.

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 (par exemple, une fusion ou une vente), en supposant que la société en portefeuille dispose d'actifs ou de fonds disponibles pour faire en sorte que les préférences de liquidation puissent être récupérables par les actionnaires.

L'OPM prend en compte les différentes modalités du pacte d'actionnaires qui affecteraient les distributions à chaque catégorie d'actions lors d'un événement de liquidité, notamment le niveau d'ancienneté entre les catégories d'actions, la politique de dividendes, les ratios de conversion et les allocations de trésorerie. De plus, la méthode tient implicitement compte de l'effet de la préférence de liquidation à la date future de liquidation, et non à la date de valorisation.

Étant donné que les préférences de liquidité des actions de préférence fixent un niveau de rendement minimal pour les investisseurs avant que les actions ordinaires ne commencent à percevoir des flux, les modèles de valorisation des options qui considèrent les préférences de liquidation comme un prix d'exercice doivent prendre comme input, ou comme paramètre clef au sein du modèle financier une valeur d'entreprise et donc une valeur des fonds propres cohérente avec le taux de rendement requis par les investisseurs.

À titre illustratif, comme l'indique le tableau ci-dessous, les Séries A (en gris clair ci-dessous) et B (en gris foncé ci-dessous) sont des actions préférentielles dont les profils de rentabilité à terme ne sont pas linéaires et l'OPM permet de capturer les caractéristiques de cette non-linéarité. À titre d'exemple ci-dessous, les préférences de liquidité de la Série B s'élèvent à 75 M€ environ. Et pour toutes les valeurs



Source : Kroll

d'Equity comprises entre 0 M€ et 75 M€, la Série B récupère « sa mise » en premier et ses préférences de liquidité à hauteur de 75 M€. Au-delà de 300 M€ pour la valeur d'equity, la Série B se comporte comme une action ordinaire et capture une part de la plus-value (elle est soit *participating*, soit convertible).

Dans un cadre OPM (*Option Pricing Method*), l'étalonnage peut être utilisé pour déduire la valeur implicite des capitaux propres d'une transaction de financement récente en prenant des hypothèses sur le temps attendu jusqu'à l'événement de liquidité, la volatilité et le taux sans risque. En équilibrant le modèle (par exemple, en utilisant la fonction « *back-solve* » ou « *goal-seek* » dans Excel), on s'assure que la valeur des capitaux propres dérivée du modèle financier à la date du dernier tour de financement est cohérente avec le prix payé pour la dernière série d'actions lors de ce tour.

Il est utile de préciser ici que la valeur des capitaux propres utilisée dans un cadre OPM sera généralement nettement inférieure à la valeur des capitaux propres post-money d'une transaction passée, car le cadre OPM prend en compte pour les actions privilégiées la valeur totale de la protection associée à la baisse de la valeur de la société en utilisant une distribution lognormale, tandis que le calcul de la valeur post-money suppose que toutes les différentes classes d'actions ou toutes les différentes série au sein de la structure du capital ont la même valeur pro rata. Dans le modèle OPM, les classes plus juniors qui ne bénéficient pas des mêmes protections ont potentiellement une valeur moindre car elles bénéficient de droits économiques inférieurs.

À la date de la transaction récente, en fonction du point de vue d'un participant de marché, il est essentiel de déterminer si les préférences de liquidité attachées aux rounds précédents (et surtout au dernier round précédent) confèrent une valeur plus importante aux actions de préférence qu'aux actions ordinaires. Selon les circonstances, il sera possible de mettre en œuvre soit l'approche d'étalonnage OPM, soit l'approche *post-money* pour estimer la valeur d'entreprise à utiliser comme input, comme paramètre clef pour estimer la juste valeur des différentes classes d'actions, en fonction des faits et circonstances, à condition que la méthodologie utilisée pour estimer la valeur d'entreprise et la méthodologie utilisée pour allouer la valeur d'entreprise soient cohérentes l'une avec l'autre.

À titre illustratif, lorsque la valeur *post-money* dérivée du dernier tour de financement dépasse 10 fois (un *up-round*) la valeur totale des préférences de liquidités présentes au sein la table de capitalisation, il est possible de considérer qu'un participant de marché estimerait que les préférences de liquidité ont peu de valeur pour une société valorisée bien au-dessus de ces préférences. Dans ce cas, il pourrait être approprié d'utiliser la valeur *post-money* du dernier tour de financement, sans différencier les classes d'actions.

L'*Options Pricing Model* (OPM) est conçu pour modéliser les rendements optionnels, tels que ceux des actions préférentielles et ordinaires. Il capture la valeur du potentiel de hausse d'un actif au-dessus d'un seuil spécifié. Il est essentiel de tenir compte des faits et circonstances pour estimer la juste valeur de chaque position.

Contrairement aux approches basées sur des scénarios qui estiment explicitement les sorties futures, l'OPM (*Options Pricing Model*) commence par la valeur actuelle des capitaux propres et estime la distribution future des résultats en utilisant une distribution lognormale autour de cette valeur actuelle.

La principale limitation de l'OPM réside dans son hypothèse selon laquelle les résultats futurs peuvent être modélisés à l'aide d'une distribution lognormale (loi de probabilité). De plus, il est sensible à certaines hypothèses clés, telles que l'hypothèse de volatilité (l'un des paramètres requis dans le modèle Black-Scholes), qui ne sont pas faciles à documenter puisqu'il est souvent nécessaire de faire référence ici à la volatilité d'un échantillon de sociétés comparables cotées.

Un avantage de l'OPM est qu'il reconnaît explicitement les rendements de type option des différentes classes d'actions. 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.

Cependant, un inconvénient de l'OPM est qu'il ne considère qu'un seul événement de liquidité, ne capturant donc pas pleinement les caractéristiques d'événements de liquidité futurs spécifiques (par exemple, une introduction en bourse ou une vente) à différents horizons temporels.

L'OPM (ou une méthode hybride apparentée) 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.

La méthode de la valeur actuelle (CVM) d'allocation repose d'abord sur l'estimation de la valeur des capitaux propres sur une base de contrôle (lorsque le fonds a le contrôle de la société). Elle suppose ensuite une vente immédiate de la société du portefeuille. Ensuite, cette valeur est allouée aux différentes catégories d'actions privilégiées en fonction de leurs préférences de liquidation respectives ou des valeurs de conversion, en respectant le rang de séniorité dans le *waterfall*. La CVM est facile à comprendre et relativement simple à appliquer, ce qui en fait une méthode fréquemment utilisée par les praticiens.

L'hypothèse fondamentale de cette méthode repose sur l'estimation de la manière dont chaque classe d'actionnaires privilégiés exercera ses droits et sera rémunérée. Cette estimation se base sur la valeur de l'entreprise à la date de valorisation, plutôt qu'à une date future. En fonction de cette valeur et des différentes préférences de liquidation, les actionnaires privilégiés. Ils pourront le faire soit en tant qu'actionnaires privilégiés, soit, si la conversion leur procurerait de meilleurs résultats économiques, en tant qu'actionnaires ordinaires. Les actions privilégiées convertibles en actions ordinaires qui sont "hors de la monnaie" à la date de valorisation se voient attribuer une valeur prenant en compte leur préférence de liquidation. Quant aux actions privilégiées convertibles qui sont "dans la monnaie", elles sont traitées comme si elles avaient déjà été converties en actions ordinaires.

L'avantage principal de cette méthode est sa simplicité de mise en œuvre et le fait qu'elle ne nécessite pas d'hypothèses sur les sorties futures ou l'utilisation d'outils complexes. Elle suppose que la valeur des actions privilégiées convertibles est représentée par 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.

Cependant, cette méthode produit souvent des résultats très sensibles aux variations des hypothèses sous-jacentes. Une autre limitation est qu'elle ne tient pas compte des perspectives d'avenir ni des profils de distribution de type optionnel pour les classes d'actions, ce qui peut ne pas refléter de manière appropriée le point de vue d'un participant de marché. Autrement dit, en l'absence d'un événement de liquidité imminent, la méthode ne tient pas compte de la possibilité que la valeur de la société en portefeuille augmente ou diminue entre la date de valorisation et la date à laquelle les actionnaires ordinaires recevront les fruits de leurs investissements à la sortie, le cas échéant.

Par ailleurs, si mal utilisée, elle peut donner des résultats aberrants comme par exemple déterminer une valeur actuelle basée sur des multiples de marché, puis appliquer mécaniquement au sein du *waterfall* une préférence de liquidité de 2x dont bénéficierait la dernière Série (l'instrument de détention), ce qui aurait pour conséquence de faire doubler la valeur de l'instrument au moment de la 1^{ère} réévaluation de l'investissement après la date de transaction initiale (sans aucune autre justification tangible).

La méthode de la valeur actuelle (CVM) se concentre sur le présent et ignore les perspectives. Elle trouve principalement son utilité dans deux contextes spécifiques.

Tout d'abord, lorsque survient un événement de liquidité imminent, tel qu'une acquisition ou une dissolution d'une société en portefeuille, et que les attentes concernant l'avenir de cette entité en tant qu'entreprise n'ont que peu d'importances. Dans ce cas, la CVM ajustée en fonction du calendrier et du risque associé à la transaction refléterait la juste valeur des capitaux propres.

Ensuite, cette méthode trouve son utilité lorsque les investisseurs détenant cette catégorie d'actions ont le contrôle sur le moment de la sortie. Dans cette situation, ces actionnaires pourraient céder la société en portefeuille à la date de valorisation, réalisant ainsi la valeur attribuée par la CVM (la valeur de la CVM). Ainsi, dans cette situation, la valeur de l'investissement ne pourrait pas être inférieure à la valeur de la CVM. Si le fonds détient également des droits de participation ou de conversion, permettant ainsi de

participer à la hausse, il pourrait examiner attentivement la situation pour déterminer si la juste valeur de l'investissement dépasse la valeur dérivée de la mise en œuvre de la CVM.

Enfin, il serait généralement inapproprié d'utiliser la méthode de la valeur actuelle (CVM) pour estimer la juste valeur des instruments de dette privée performants ainsi que des instruments privilégiés de type dette en fonction de leur valeur de recouvrement. Cette approche n'est pas adaptée, notamment dans le contexte d'un fonds exposé à une clientèle non professionnelle, conformément aux demandes de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Comme l'indique le guide IPEV, il convient de noter que, si la dette est un investissement séparé à valoriser, un participant de marché devra prendre en compte (par exemple avec un DCF) le risque, le coupon, la durée restant à courir jusqu'au remboursement et les autres conditions du marché pour déterminer la juste valeur de l'investissement en dette, qui peut ne pas être égale à la valeur au pair.

La méthode hybride constitue un compromis entre les approches basées sur des scénarios et le modèle de valorisation des options (*Options Pricing Model*, OPM). Elle permet d'estimer la valeur en tenant compte des probabilités associées à différents scénarios, tout en utilisant l'OPM pour répartir cette valeur entre les différentes issues possibles.

L'intérêt de la méthode hybride réside dans sa capacité à modéliser explicitement les résultats de scénarios, notamment dans les situations où l'entreprise dispose d'une visibilité sur certaines sorties à court terme, mais où l'issue en cas d'échec des plans actuels reste incertaine. Prenons l'exemple d'une entreprise anticipant une probabilité de 60 % pour une introduction en bourse (IPO) dans neuf mois. Si l'IPO échoue en raison du marché ou d'autres facteurs, les perspectives de liquidité deviennent plus floues, et l'entreprise pourrait rester non cotée pendant trois ans.

Dans ce contexte, la méthode hybride peut s'avérer pertinente. La valorisation des différentes classes d'actions dans le scénario d'IPO peut reposer sur le prix attendu pour l'IPO et le calendrier de l'IPO modélisés explicitement. Ensuite, l'OPM, avec une période de liquidité de trois ans, permet d'estimer la valeur des actions en supposant que l'IPO n'aura pas lieu. Les valeurs résultantes sous chaque scénario sont ensuite pondérées par leurs probabilités respectives.

Un autre exemple d'utilisation de la méthode hybride concerne une entreprise en négociation avec des investisseurs pour une levée de fonds. Considérons par exemple que si la société atteint un jalon technique, la levée de fonds aura lieu dans six mois. Inversement, considérons qu'en cas d'échec, l'entreprise pourrait fermer ses portes et les actionnaires ne récupéreront pas leur mise. Dans ce cas, il serait approprié d'étalonner ou de calibrer la valeur conditionnelle des capitaux propres à la transaction potentielle future en utilisant l'OPM. Les valeurs des actions privilégiées et ordinaires seraient ensuite pondérées par la probabilité d'atteindre le jalon technique et actualisées sur une période de six mois pour estimer leur valeur à la date de valorisation.

Les valeurs résultantes des actions privilégiées et ordinaires seraient ensuite pondérées par la probabilité d'atteindre le jalon technique et actualisées à un taux ajusté en fonction du risque pendant neuf mois pour estimer la valeur de chaque classe d'actions à la date de valorisation.

Lorsqu'une méthode hybride est appliquée, la société de gestion utilise généralement des valeurs de capitaux propres différentes pour chaque scénario pertinent. Prenons un exemple : supposons qu'il y ait une probabilité de 25 % que la société du portefeuille obtienne un contrat avec un client majeur et puisse ensuite réaliser une introduction en bourse (IPO) dans un an, et une probabilité de 75 % que la société du portefeuille n'obtienne pas ce contrat et choisisse plutôt de sortir par une vente dans deux ans. Dans cette situation, la valeur des capitaux propres utilisée comme entrée dans l'*option pricing model* (OPM) pour le scénario d'IPO serait plus élevée que la valeur des capitaux propres utilisée comme entrée dans l'OPM pour le scénario de vente, et la valeur actuelle globale des capitaux propres refléterait la pondération entre les deux.

De même, supposons que la valeur actuelle globale des capitaux propres, en tenant compte de tous les risques, soit de 40 millions d'euros, mais que l'évaluateur souhaite utiliser une méthode hybride pour modéliser explicitement la probabilité de 25 % que la société du portefeuille n'obtienne pas de financement.

Supposons par ailleurs que si la société en portefeuille n'obtient pas de financement, elle se dissoudra, restituant seulement 5 millions d'euros aux investisseurs. Dans cette situation, la valeur des capitaux propres dans le scénario de succès est supérieure à la valeur globale de l'entreprise car la valeur des capitaux propres de 40 millions d'euros est la moyenne pondérée entre les deux scénarios. Plus précisément, la valeur des capitaux propres dans le scénario de succès serait de 48,75 millions d'euros,

calculée comme la valeur globale des capitaux propres de 40 millions d'euros, moins la valeur du scénario de dissolution (20 % multiplié par 5 millions d'euros), divisée par la probabilité du scénario de succès (80 %), soit $((40 - 20 \% * 5)) / 80 \%$.

Une bonne pratique consiste à réconcilier les valeurs actualisées pondérées par la probabilité des valeurs de sortie futures avec la valeur globale des capitaux propres (la *headline value*) de la société du portefeuille, pour s'assurer que l'évaluation globale de la société en portefeuille est appropriée.

Dans un cadre de l'estimation selon la méthode hybride, il est toujours important de réconcilier les valeurs des actions privilégiées avec la transaction la plus récente. Ce processus consiste à mettre en place la gamme des scénarios futurs, comme décrit précédemment, puis à calibrer les valeurs actuelles des capitaux propres et les probabilités pour chaque scénario de manière que la valeur pour la dernière levée de fonds corresponde au montant payé.

Un avantage des méthodes hybrides est qu'elles exploitent le cadre conceptuel de la théorie des options pour modéliser une distribution continue des résultats futurs et capturer les paiements de type option des différentes classes d'actions tout en tenant compte explicitement des scénarios futurs et des discontinuités dans les résultats que connaissent les entreprises en phase de démarrage. Cependant, un inconvénient est que ces modèles nécessitent un grand nombre d'hypothèses et peuvent être relativement complexes.

Le principe de valorisation ne change pas pour le *venture* (*Seed* et *pre-seed*) : les méthodes de valorisation de la juste valeur d'un investissement en phase de lancement sont les mêmes que tout autre investissement, à savoir le montant qui serait perçu lors d'une transaction normale à la date de 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, notamment dans les cas suivants :

- Impossibilité de mettre en œuvre une approche par les multiples car les agrégats sont inexistantes ou négatifs (EBITDA / EBIT)
- Accès à l'information très limité pour des investissements dans des sociétés très jeunes et peu équipées
- Difficultés à mettre en œuvre une approche DCF : quels flux projeter ?
- Tours de financement dimensionnés en fonction :
 - D'une dilution acceptée
 - De la réalisation d'étapes (*milestones*) prévus
 - De la probabilité de franchir de nouveaux *milestones*
 - De besoins en financement de l'innovation en cours

Recommandations de l'IPEV

Pour la valorisation des investissements ciblant des sociétés en phase d'amorçage, de démarrage et de lancement (avant l'obtention d'un chiffre d'affaires/de résultats), il est parfois nécessaire d'exercer davantage de jugement pour déterminer la juste valeur de ces investissements.

Les investissements en phase de lancement se caractérisent souvent par des indicateurs clés de performance moins mesurables et ils n'ont parfois que très peu d'issues : succès, liquidation ou échec. Par ailleurs, la valeur globale (« *headline value* »), à savoir la valeur de toutes les actions entièrement diluées multipliée par le prix payé par action pour un tour de financement récent, tient rarement compte des droits et préférences rattachés aux catégories d'actions non privilégiées.

Pour toutes ces raisons, il faudra exercer un jugement fondé sur des données probantes pour estimer la juste valeur à des dates qui ne coïncident pas avec des événements de financement notables.

Lors de la valorisation d'investissements en phase de lancement, on veillera à tenir compte, à chaque date de valorisation, de facteurs qualitatifs ayant une incidence sur la valeur, notamment les facteurs suivants :

- Les performances de la société détenue sont-elles conformes, supérieures ou inférieures aux attentes ?
- La consommation de trésorerie est-elle supérieure, égale ou inférieure aux attentes ?
- Le niveau d'acceptation par le client ou le marché du produit/service est-elle à la hauteur des attentes ?
- La société a-t-elle changé de stratégie ou s'est-elle tournée vers un nouveau marché ?
- Quelle est la probabilité, le calendrier et le prix du prochain tour de financement ?
- Comment le marché dans son ensemble se comporte-t-il par rapport à des sociétés comparables ?
- Combien de temps reste-t-il avant une cession et qui serait l'acheteur : introduction en Bourse,

fusion.

➤ Acquisition stratégique, sponsor financier, liquidation ?

Sur la base d'une valorisation de ces facteurs, et d'autres encore, il est généralement possible de déterminer si la juste valeur a augmenté, si elle a diminué ou si elle n'a pas changé. On pourra alors estimer dans quelle mesure la juste valeur a changé ou la calculer à l'aide de modèles étalonnés ou calibrés (voir les sections précédentes).

Nombre d'investissements dans des sociétés en phase d'amorçage, de démarrage ou de lancement sont évalués à partir d'une approche par les *milestones* ou d'une analyse de scénarios en raison de l'absence de résultats ou de flux de trésorerie positifs réalisés ou prévus à court terme.

Pour ces entreprises, il est généralement difficile d'évaluer la probabilité de succès ou d'échec des activités de développement ou de recherche et leur impact financier et donc d'établir des prévisions fiables des flux de trésorerie. En conséquence, l'approche la plus appropriée pour évaluer la juste valeur peut consister à retenir une technique d'évaluation fondée sur les données de marché, ainsi que sur les hypothèses des participants de marché quant aux résultats potentiels. L'étalonnage de ces scénarios ou *milestones* peut conduire à une juste valeur égale à la valeur de la dernière transaction portant sur le capital de la société sur une durée limitée. Il est fréquent que les *milestones* qualitatifs fournissent une indication sur l'évolution de la juste valeur.

Les techniques d'évaluation pouvant être utiles pour estimer la juste valeur de ces investissements sont les suivantes (voir ci-avant pour une description des méthodes) :

- Les méthodes fondées sur des scénarios, qui sont des méthodes prospectives qui envisagent un ou plusieurs scénarios possibles pour l'avenir. Ces méthodes reposent sur une analyse simplifiée de scénarios et une analyse de scénarios en valeur relative, qui sont liés à la valeur des capitaux propres pleinement dilués (« *post-money* »), ainsi que sur une analyse complète de scénarios, également appelée méthode des rendements attendus pondérés par leur probabilité (Probability-Weighted Expected Returns Method ou méthode des scénarios probabilisés) ;
- La méthode de valorisation des options ; cette méthode prospective, plutôt que d'envisager différents scénarios futurs, prend en compte la valeur des capitaux propres au moment de la valorisation, puis répartit cette valeur entre les différentes catégories de capitaux propres en considérant que les résultats seront systématiquement distribués ;
- La méthode de la valeur actuelle, qui consiste à répartir la valeur des capitaux propres entre les différentes participations au capital de l'entreprise en supposant une cession de celle-ci à la date d'évaluation ;
- La méthode hybride, qui combine les méthodes fondées sur des scénarios et la méthode de valorisation des options.

Cas pratiques

Bien que les normes comptables n'imposent pas le recours à un modèle ou une approche spécifique pour estimer la juste valeur, la pratique [...] a évolué et privilégie désormais, quand il s'agit d'un investissement en phase de lancement et que la cession se fera probablement à un autre sponsor financier qui tiendrait compte des droits et des préférences des différentes catégories d'actions, l'adoption d'une approche hybride ou l'utilisation de la méthode de valorisation des options. En revanche, au fur et à mesure que l'investissement s'approche de sa date de cession par le biais d'une introduction en bourse ou d'une opération de fusion-acquisition à l'issue de laquelle tous les actionnaires sont susceptibles de recevoir le même prix par action, on privilégie généralement l'adoption d'une approche se fondant sur l'équivalent en actions ordinaires ou sur la valeur entièrement diluée afin d'estimer la valeur.

Lors de l'application de techniques d'évaluation, il convient de veiller à ce que la répartition de la valeur reflète les attentes de rendements des participants de marché pour chaque catégorie d'actions et que

la valorisation tient bien compte des risques et rendements respectifs spécifiques à chacune des catégories d'action.

Quand l'investisseur possède une influence suffisante pour provoquer un événement de liquidité (cession à un tiers par exemple) et qu'un événement de liquidité concernant toute l'entreprise est anticipé dans un avenir proche, et qu'il est donc possible de répartir la valeur des capitaux propres entre les classes d'actifs avec un certain niveau de certitude quant aux attentes d'un participant de marché, la méthode de la valeur actuelle (simulation d'une cession en date de valorisation) pourrait être la plus appropriée.

Quand on s'attend à une période de détention plus longue avant une vente ou une introduction en bourse (c'est-à-dire en phase d'amorçage et ou en phase de début de croissance), les niveaux de risque et les objectifs de rendement peuvent varier entre les différentes catégories de parts. Dans ce cas, une analyse de scénarios, les modèles de valorisation des options ou une méthode hybride peuvent faciliter l'estimation de la valeur relative de chaque catégorie de parts. En revanche, la méthode de la valeur actuelle pourrait ne pas refléter correctement le point de vue d'un participant au marché.

Une méthode de valorisation fondée sur des scénarios, correctement étalonnée et utilisant des références sectorielles/*milestones* qui sont habituellement et couramment utilisés dans les secteurs d'activité de la société détenue peuvent, le cas échéant, être utilisés pour estimer la juste valeur. L'évaluation de l'état d'avancement par rapport aux *milestones* permet à l'évaluateur de déterminer les changements de probabilité des différents scénarios et leur résultat potentiel. En fonction des conditions et circonstances, un échec dans l'atteinte d'une référence/d'un *milestone* peut être le signe d'une diminution de la valeur, alors que dépassement d'une référence/d'un *milestone* peut indiquer une augmentation de la valeur.

Quelques bonnes pratiques

Le calibrage est assez peu adapté concrètement aux très jeunes sociétés *early-stage* dont certaines n'ont pas encore de revenus. Pour ces sociétés, la référence au coût initial restera importante jusqu'à ce que la société puisse être valorisée en multiple d'ARR par exemple (avec donc de l'ARR..). De même, comme évoqué dans la section DCF, la méthode DCF n'est pas toujours très utilisée ou appropriée pour les investissements en *venture*.

En pratique, pour des très jeunes investissements en Seed, l'enjeu réside dans l'obtention d'une information à jour, de qualité et obtenue à chaque date d'évaluation. Certains investisseurs ont tendance à intégrer des décotes par palier par rapport à l'investissement initial si la société en portefeuille tarde à transmettre des informations à jour (ce manque de transparence étant interprété comme un mauvais signal dans la mesure où les managers des sociétés en portefeuille ne se « précipiteraient » pas pour transmettre les mauvaises nouvelles). Un chiffre d'affaires en baisse ou un *cash runway* de moins de 12 mois constituent également des jalons/*milestones* négatifs qui peuvent générer des décotes par rapport à l'investissement initial.

Investissement Pre-seed ou Seed, en pratique :

Une approche simpliste : vérification de la réalisation des *milestones* à chaque date d'évaluation

Suivi à ces mêmes dates de la position de trésorerie : *runway* / *cash-burn* mensuel

- Maintien voire appréciation de l'investissement récent lorsque l'entité respecte le tunnel des *milestones*
- Appréciation d'un niveau de dépréciation si les *milestones* ne sont pas atteints

Une approche plus construite : méthode Berkus, ou Risk Factor Summation (RFS Method), ou Scorecard Valuation Method (SVM)

Principe :

- Identifier un comparable (Berkus) une moyenne de comparables (RFS & SVM) dont on connaît la valeur globale et répartir cette valeur selon 5 facteurs clé (Berkus), 12 facteurs de risques (RFS), 5

critères (SVM)

- Positionner l'entreprise évaluée au regard de ces comparables, critères à critères :
- Pour la méthode Berkus, quantification de chaque critère
- Pour la RFS method, partir de la valeur moyenne des comparables, et l'augmenter/la diminuer en fonction de l'appréciation de chaque critère
- Pour la SVM method, déterminer la pondération moyenne de chaque critère vs celle des comparables, et appliquer ce coefficient multiplicateur à la valeur initiale

Scinder le prix de l'investissement récent en fonction de ces critères, et le faire vivre à chaque date d'évaluation.

Le jugement de l'évaluateur reste important.

Les critères des méthodes qualitatives :

Berkus Method

1. Beau projet (valeur de base)
2. Prototype (Technologie)
3. Qualités du management (exécution)
4. Business model (go-to-market)
5. Capacité à lancer le produit

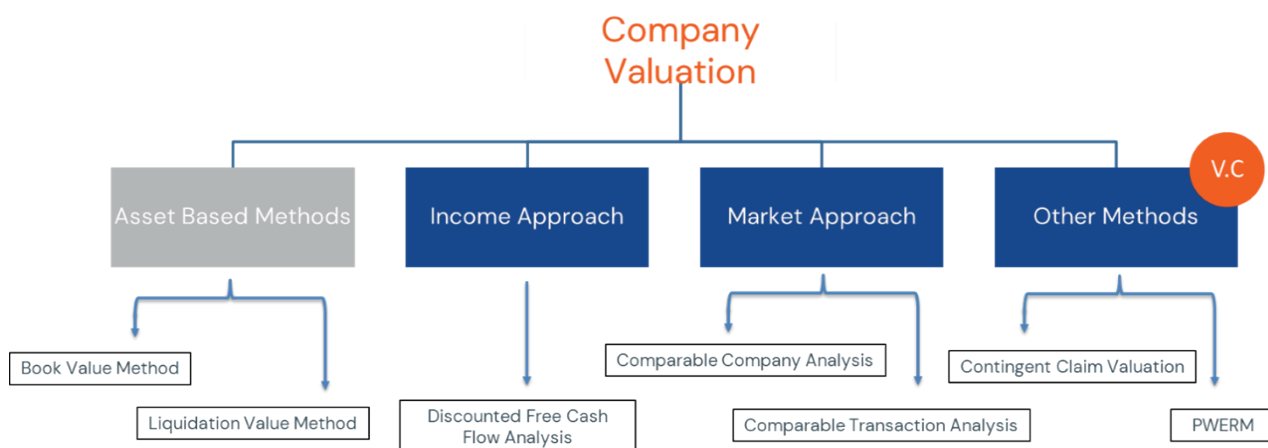
RFS Method

1. Équipe dirigeante
2. Maturité de l'entreprise
3. Risque légal / politique
4. Risque industriel
5. Risque commercial
6. Risque financier
7. Risque concurrentiel
8. Risque technologique
9. Risque judiciaire
10. Risque dans l'internationalisation
11. Risque dans les relations publiques
12. Chance de sortie fructueuse

SVM Method

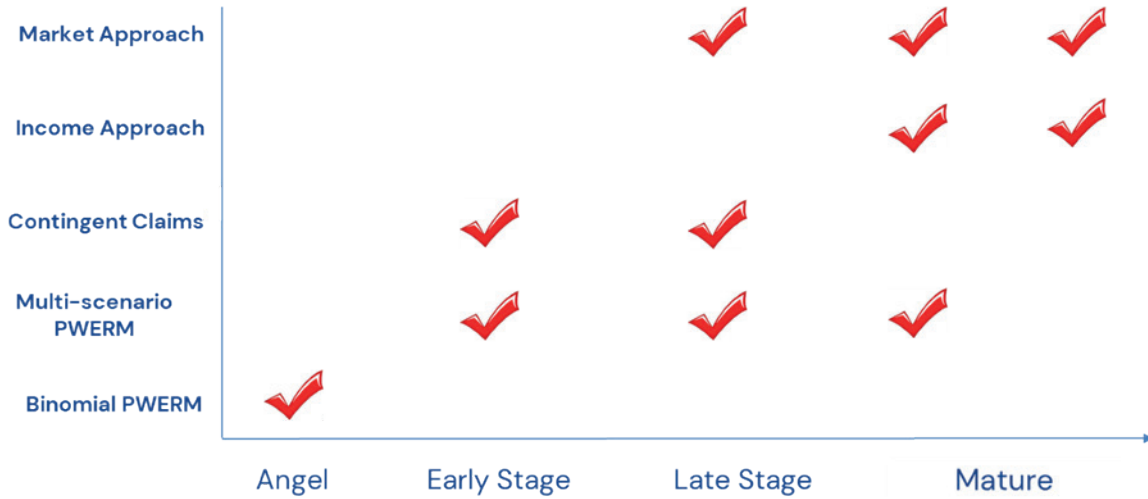
1. Potentiel de l'équipe
2. Maturité du produit / de la techno
3. Taille du marché
4. Concurrence
5. Perspectives financières

Méthodes de valorisation pour le VC



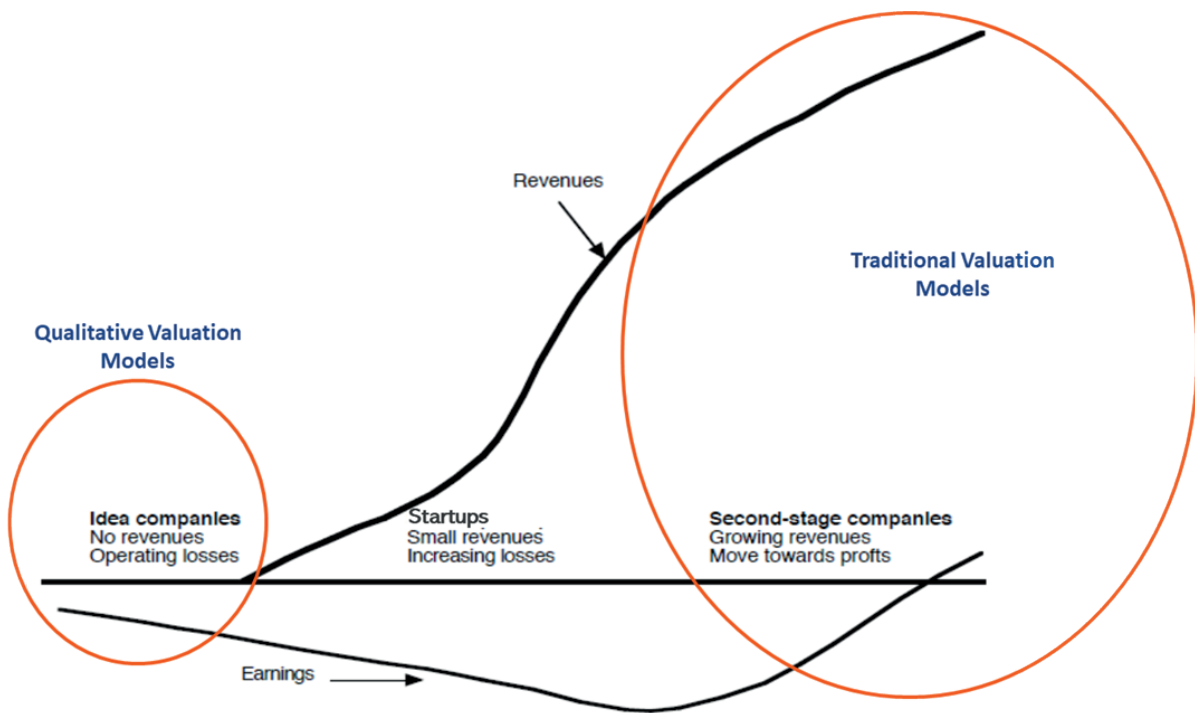
Source : Kroll

Méthode de valorisation par maturité des investissements en *growth & venture*



Source : Kroll

Modèles de valorisation qualitatifs vs modèles de valorisation traditionnels



Source : Kroll

Quelle nécessité de transparence pour les LPs ?

Le capital investissement, de par sa nature même, fait appel à des informations confidentielles, non publiques. Toutefois, les investisseurs LPs ont besoin de recevoir des gérants (GPs) des informations suffisantes, à jour, comparables et transparentes qui leur permettent de :

- ▶ Faire face à leur devoir fiduciaire (vis-à-vis de leurs propre mandants) concernant les fonds qui leur ont été confiés ;
- ▶ Rendre compte périodiquement de la performance des fonds dans lesquels ils investissent aux investisseurs finaux, conseils, etc., selon le cas ; et
- ▶ Etablir leurs propres états financiers conformément aux normes comptables applicables.

Même si le fonds est fermé, les investisseurs LPs ont besoin d'une information régulière, juste, à jour, répondant aux exigences de la juste valeur et alignées avec les recommandations IPEV auxquelles il est souvent fait référence dans les comptes annuels ou dans la politique de valorisation de la société de gestion.

Les recommandations IPEV ne sont certes que des recommandations mais dès lors qu'on y fait référence dans les comptes annuels des fonds ou dans la politique de valorisation de la société de gestion, l'ensemble des parties prenantes (LPs, auditeurs, régulateurs) peuvent légitimement s'attendre à ce que les méthodes de valorisation du fonds soient alignées avec les recommandations IPEV.

L'indicateur clé pour les LPs : l'évaluation de la juste valeur

Les investisseurs finaux ont besoin de recevoir des évaluations à la juste valeur, sachant que la définition de la juste valeur ne correspond pas à une valorisation excessivement prudente ou inversement ne correspond pas à une évaluation excessivement conservatrice, et ce pour différentes raisons présentées ci-après.

Les investisseurs LPs ont besoin d'évaluations à la juste valeur pour :

- ▶ Prendre des décisions concernant les allocations d'actifs (arbitrages entre classes d'actifs par exemple (PE, dette privée, VC/growth, infrastructure, immobilier)) ;
- ▶ Prendre des décisions portant sur la sélection des gérants ; seules des évaluations à la juste valeur permettent de comparer les gérants les uns avec les autres pendant la durée de vie du fonds ;
- ▶ Prendre des décisions concernant les systèmes de rémunération des équipes de gestion ; certains mécanismes sont assis sur l'évaluation et l'évolution de l'actif net qui doit donc être valorisé à la juste valeur.

Afin d'estimer la juste valeur en adoptant le point de vue des participants de marché (market participant) tel que défini par IFRS 13, il est essentiel de tenir compte des éléments indiqués ci-après pour produire des justes valeurs qui seront transmises aux investisseurs LPs :

- ▶ La juste valeur doit être estimée à chaque date d'évaluation, à savoir à chaque fois que l'actif net du fonds est communiqué et transmis aux investisseurs (LPs).
- ▶ Le prix d'un investissement récent, s'il est considéré comme représentatif de la juste valeur, doit être utilisé pour étalonner/calibrer les données utilisées dans le(s) modèle(s) d'évaluation.
- ▶ L'étalonnage est demandé par les normes comptables.
- ▶ Le point de vue des participants de marché doit être utilisé afin d'estimer la juste valeur à chaque date d'évaluation.
- ▶ Une fois que les conditions et circonstances spécifiques ont été prises en compte, il est possible que la juste valeur à une date d'évaluation ultérieure soit identique à celle qui avait été obtenue à

une date d'évaluation antérieure. Cela signifie que 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.

- Les Investisseurs *LPs* reportent également à la juste valeur dans leurs états financiers (trimestriels/semestriels). Les *LPs* 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.

La juste valeur outil central d'aide à la décision pour les *LPs*

La juste valeur est un outil central d'aide à la décision pour les raisons suivantes :

- Le marché secondaire permet d'acquérir ou de céder des parts de fonds fermés, sur la base d'évaluations à la juste valeur ;
- La juste valeur permet aux investisseurs de comparer et d'arbitrer entre plusieurs classes d'actifs ;
- Au sein d'une même classe d'actifs, les *LPs* peuvent comparer les *GPs* et leur performance en fonction de leur reporting interne à la juste valeur ;
- Les *LPs* peuvent mettre en place des mécanismes d'incitation basés sur l'évolution de la juste valeur des investissements.

Un reporting basé sur le coût historique ne permet pas d'établir une comparabilité entre les investissements. Les investisseurs (*LPs*) doivent pouvoir s'assurer qu'ils reçoivent des NAV reportées qui sont conformes à la définition de la juste valeur.

L'importance de documenter l'évaluation :

- Le choix des méthodes d'évaluation : comme le souhaitent les *LPs*, il est important de documenter dans la politique de valorisation et les fiches de valorisation le choix des méthodes d'évaluation en expliquant bien pourquoi certaines méthodes ont été sélectionnées et pourquoi certaines méthodes ont été écartées.
- Les principaux paramètres utilisés : de même, il est extrêmement important dans les fiches de valorisation de bien expliquer, rationaliser et documenter les principaux paramètres qui ont été utilisés dans les évaluations.
- Les évolutions de valeur : les investisseurs attendent également à ce que les évolutions de valeur, qu'elles soient à la hausse ou à la baisse, soit correctement expliquées et documentées. Les fiches de valorisation doivent contenir l'ensemble de ces éléments pour pouvoir expliquer comment les conditions de marché actuelles ont pu être incorporées/intégrées dans les évaluations et comment l'évolution intrinsèque de la société (*milestones* positifs ou négatifs) a pu impacter les évaluations financières.
- Le jugement professionnel : le jugement professionnel doit être mise en œuvre dans les évaluations financières. Mais dès lors qu'il y a jugement, il est nécessaire de documenter et d'expliquer les choix qui ont été mis en œuvre.

Cas de valorisations différentes entre plusieurs fonds pour un même investissement :

Il peut arriver que deux fonds d'investissement proposent des valorisations différentes pour un investissement dans une même société.

➤ Classes d'actions différentes

Parfois ces différences de valorisation sont normales et légitimes si les fonds ont investi dans des classes d'actions qui sont différentes.

Par exemple pour une même société donnée, la valeur accordée à des actions séniors et avec préférences de liquidité est potentiellement supérieure à la valeur d'actions ordinaires.

➤ Degré d'informations différent

Par ailleurs, rappelons que chaque fonds doit valoriser ses investissements en fonction de ce qui était connaissable et connu à la date de valorisation.

Si l'environnement économique est généralement connu de l'ensemble des parties, l'accès aux informations de la société à valoriser en revanche est très variable d'un investisseur à l'autre.

Certains investisseurs possèdent des blocs majoritaires, ont un siège au board et ont un droit à des informations régulières et exhaustives sur la société en portefeuille.

Tandis que d'autres investisseurs, pour la même société, investis en minoritaires ne bénéficient pas des mêmes droits et ont parfois un accès parcellaire à l'information.

Il est donc normal que des accès différenciés à l'information en provenance de la société en portefeuille puissent générer des évaluations différentes.

➤ Jugements professionnels différents

Enfin, rappelons qu'une bonne évaluation financière ne peut pas se faire sans jugement et prise en compte du point de vue d'un participant de marché. Il peut arriver qu'au regard d'une même situation avec un accès identique à l'information, deux investisseurs puissent avoir un avis différent sur la société, ses opérations et ses perspectives. Il est possible d'avoir un jugement différent mais il est nécessaire de le documenter avec une justification des principaux paramètres.



**FRANCE
INVEST**

Association des Investisseurs
pour la Croissance