

EVALUER UNE ENTREPRISE EN FORTE CROISSANCE POUR SON ACQUISITION:

FAUT-IL S'INSPIRER DES PRATIQUES DES UNDERWRITERS, OU DE CELLES DU VENTURE CAPITAL¹ ?

Rémy Paliard – professeur à E.M. LYON

Un nombre croissant d'entreprises et de groupes assurent une partie de leur croissance, et de leur veille technologique, en investissant dans des start-up. Or les valeurs atteintes par ces entreprises à fort potentiel, notamment celles qui sont cotées sur les marchés spécialisés tels qu'Euro NM, atteignent des sommets difficilement justifiables. Et ceci est d'autant plus vrai que ces jeunes sociétés sont certes pleines de promesses, mais ne développent le plus souvent qu'un chiffre d'affaires dérisoire, assorti de pertes qui elles sont parfois abyssales...

La question est donc posée avec acuité, lors de telles acquisitions ou prises de participation, des références à utiliser pour l'évaluation : faut-il « coller » au marché, et utiliser des approches fondées sur les multiples, qu'ils soient du résultat net, du résultat d'exploitation, de l'Excédent Brut d'Exploitation, ou du chiffre d'affaires ? Ou bien faut-il s'en tenir aux approches fondées sur les cash-flows ou la création de valeur ? Et enfin, les approches fondées sur les options réelles sont-elles de nature à approcher de plus près la valeur de ces entreprises « on the fast track » ?

Cet article a l'ambition d'apporter quelques éclairages sur cette question de l'évaluation des entreprises en forte croissance, à partir notamment des résultats d'une étude réalisée au printemps 1999, dans quatre pays : les Etats-Unis, le Canada, la Grande Bretagne et la France². Cette étude portait sur les pratiques des underwriters et des venture capitalistes, en matière de processus d'évaluation, de méthodes utilisées, de processus de formation des acteurs, et comportait l'étude détaillée de plusieurs cas.

80 entretiens semi-directifs ont été réalisés, d'une durée d'une à trois heures, auprès de 40 underwriters et 40 venture capitalistes. Ces entretiens ont donné lieu à l'analyse de 219 cas, dont 174 se sont avérés finalement utilisables pour les analyses statistiques³.

1/ Les valorisations diffèrent sensiblement, entre underwriters et venture capitalistes

Nous avons retenu trois indicateurs, pour comparer les valorisations par les deux types d'acteurs :

Le ratio Valeur de l'entreprises / chiffre d'affaires (Market to sales)

Le Price Earning Ratio (PER)

Le taux d'actualisation retenu, lorsque les DCF ont été utilisés :

Indicateurs clé de l'évaluation	Valeur de la firme / C.A.	P/E ratio	Taux d'actualisation
Moyennes Underwriters	12,5	20,8	19,8%
Medianes Underwriters	3,2	19,0	15,0%
Nombre de cas ⁴	67	35	42
Moyennes Venture Capitalistes	6,0	13,2	42,7%
Medianes Venture Capitalistes	1,5	12,0	35,0%
Nombre de cas	65	27	52

¹ Article paru dans la revue Fusions et Acquisitions, en juin 2000.

² Cette étude a été réalisée par l'auteur pour E.M. LYON, avec la participation de Benoît Leleux et Julian Lange, de Babson College (USA), de Louise Saint-Cyr, d'HEC Montreal, et d'Alan Richardson et Colin Barrow de Cranfield (UK). Un résumé peut en être consulté sur le site www.em-lyon.com, avec l'ensemble des documents de la conférence qui s'est tenue à Lyon sur le thème de la valorisation des entreprises en forte croissance, le 17/11/1999. L'étude totale peut être commandée auprès de rpaliard@em-lyon.com.

³ On trouvera en annexe 1 les caractéristiques de l'échantillon, éclaté en sept secteurs d'activité.

⁴ Les informations sur le P/E ne sont pas toujours pertinentes (pertes), et celles sur le taux d'actualisation sont souvent indisponibles.

Il est clair, à la lecture du tableau ci-dessus, qu'il y a de forts écarts de valorisation selon que l'on s'adresse à un underwriter ou à un investisseur en capital. L'entrepreneur a donc tout intérêt à rechercher l'introduction en bourse dès qu'elle est possible.

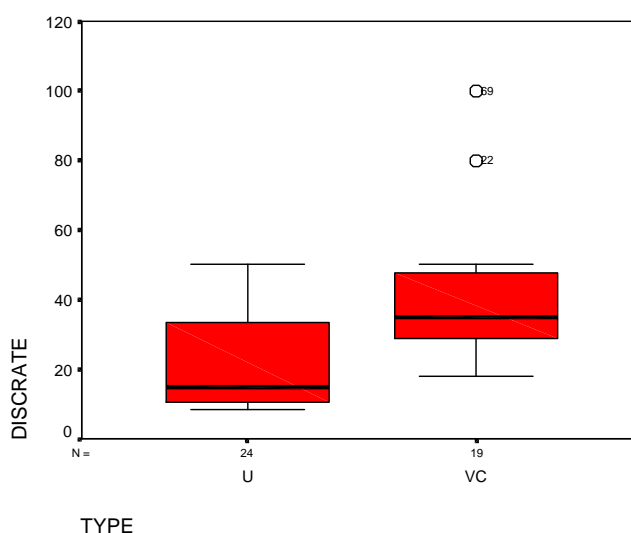
Mais l'écart entre les moyennes et les médianes laisse supposer une forte asymétrie dans les valeurs prises par ces indicateurs, et une grande diversité de situations individuelles. Aussi avons-nous cherché à éliminer les écarts pouvant provenir de la taille de l'entreprise, de sa vitesse de croissance, et de son secteur d'activité.

Pour cela, nous avons constitué des échantillons appariés d'entreprises ayant les mêmes caractéristiques sur ces trois dimensions, et valorisés d'un côté par les venture capitalistes et de l'autre par les underwriters. Bien évidemment, avec cette contrainte, nous avons dû éliminer un nombre important d'entreprises démunies d'équivalent dans l'autre sous ensemble, et il ne nous reste pour l'analyse que 42 paires. Mais les résultats de cette analyse sont frappants, qu'on en juge :

Mediane des variables	Underwriters	Venture capital
Nombre de cas analyses:	42	42
Chiffre d'affaires en millions d'Euros ⁵	6,5	4,8
Résultat net en millions d'Euros	0,1	0,0
Taux de croissance annuel attendu pour 5 ans⁶	35%	45%
Montant des capitaux levés (M Euros)	15,1	1,7
% "post money" des fonds propres obtenu	25%	29%
Valeur de marché des Fonds Propres (M Euros)	58,5	12,0
Ratio Capitalisation / Ventes	4,0	1,4
Taux d'actualisation utilisé	15%	35%
P/E	18,1	12,4
PEG (P/E to Growth)	0,63	0,46

Tableau 2 : Comparaison des medianes entre les échantillons appariés

Afin de visualiser la dispersion à l'intérieur de chaque sous échantillon, et de mettre en évidence la réalité des écarts de valorisation, nous avons retenu une présentation dite en « boîtes à moustaches »⁷



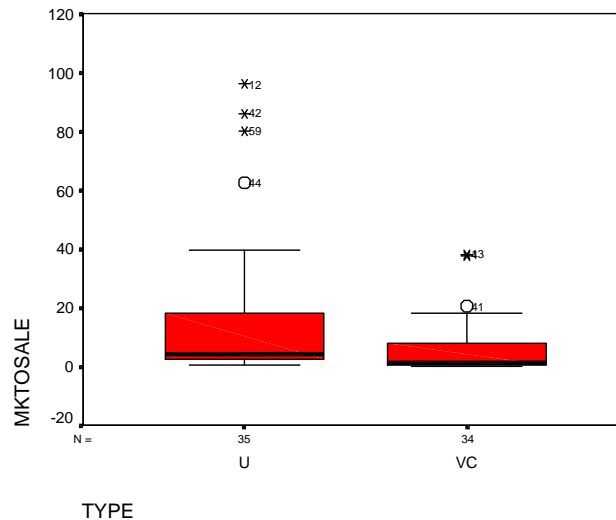
Graphique 1 : Taux d'actualisation utilisé pour les deux échantillons appariés⁸

⁵ Ecart non significatif

⁶ Ecart non significatif

⁷ La boîte intègre 50% de l'effectif total. La ligne épaisse représente la médiane. Les mini et maxi sont les traits fins. Certains individus sont exclus de l'analyse, et nommément positionnés sur le graphe.

⁸ Ecart significatif à 0,002.



Graph 1 : Ratio Capitalisation / Vente pour les deux sous échantillons appariés⁹

Si l'on considère que l'on a affaire dans les deux sous échantillons à des entreprises ayant deux à deux la même taille, le même profil de croissance, et le même secteur d'activité, on ne peut qu'être étonné de l'ampleur des écarts ! Soit les valeurs retenues par les underwriters sont déraisonnables, (et pourtant le marché est fortement demandeur à ce prix !), soit les venture capitalistes font payer très cher leur intervention...

2/ Les explications retenues par les acteurs

Nous avons donc demandé à nos interlocuteurs comment ils hiérarchisaient les justifications possibles de ces écarts de valorisation, en leur proposant une liste de dix explications, tirées d'une revue approfondie de la littérature sur la valorisation des entreprises de croissance. Il faut noter d'abord qu'une seule autre explication a été citée, mais par plusieurs interlocuteurs : le niveau très élevé de la concurrence entre les underwriters, qui les conduirait à fonder leur offre de service sur des valorisations élevées, pour emporter le deal. Mais les interlocuteurs qui ont évoqué ce phénomène ont aussitôt ajouté que dans le venture capital aussi la concurrence s'exacerbe, et que cela entraînait les valorisations à la hausse de la même façon.

Le classement des dix explications possibles, par nos 80 interlocuteurs est le suivant :

Classement des facteurs (moyenne des rangs)	Ensemble	V.C.	Underwriters
Maturité de l'entreprise (stade de développement)	1 (3,3)	1 (3,3)	3 (3,4)
Niveau de risque de l'entreprise	2 (3,5)	2 (3,9)	1 (3,1)
Liquidité de l'investissement	3 (3,8)	5 (4,3)	2 (3,3)
Valeur ajoutée par le venture capitaliste	4 (4,7)	4 (4,1)	6 (5,5)
Acceptabilité du prix par l'entrepreneur	5 (4,8)	6 (5,3)	4 (4,3)
Ce ne sont pas les capitaux de l'underwriter...	6 (5,0)	3 (4,0)	7 (6,1)
Valeur ajoutée par le marché	7 (5,5)	7 (5,9)	5 (4,9)
Niveau de diversification du portefeuille de l'investisseur	8 (6,9)	8 (7,2)	8 (6,6)
Coût d'acquisition de l'information par l'investisseur	9 (7,5)	9 (7,3)	9 (7,7)
Coût de la production de l'information par la firme	10 (7,6)	9 (7,3)	10 (8,0)

Tableau 2 : classement par les interviewés des facteurs explicatifs des écarts de valorisation

Il s'agit bien sûr là de perceptions, mais comme on le sait, la perception guide l'action ! Peu de surprise en ce qui concerne le trio gagnant des facteurs proposés par l'ensemble des personnes

⁹ Ecart significatif à 0,02

interviewées : le stade de développement de l'entreprise, le risque qu'elle présente, et la liquidité de l'investissement. On relèvera que ce sont justement les facteurs que nous avons contrôlés dans notre analyse des échantillons appariés. C'est dans la suite du classement que des écarts apparaissent, qu'il nous semble intéressant de commenter. Nous avons donc souligné les facteurs explicatifs sur lesquels il y a une différence significative entre l'importance perçue par les venture capitalistes, et celle perçue par les underwriters.

Il est frappant de constater que l'écart de perception le plus important porte sur l'argument « ce ne sont pas les capitaux de l'underwriter ». Il est vrai bien sûr que l'underwriter met sa réputation en jeu, s'il propose les actions à un prix trop élevé, et si le titre fait par la suite l'objet d'un retour de papier important, suite à la baisse du cours. La perception par les venture capitalistes est que le risque pour l'underwriter est inférieur au leur, car eux encaissent la perte financière, ou réalisent un investissement insuffisamment rentable : leur réputation est en jeu aussi, mais en plus ils risquent les capitaux de leurs actionnaires.

Il y a désaccord aussi sur l'importance de ce que l'investisseur apporte à l'entreprise dans laquelle il investit. Le « more than money », utilisé comme argument par les venture capitalistes pour justifier du niveau relativement faible de valorisation qui sert de base à leur intervention, est perçu comme secondaire par les underwriters, quand il s'agit d'expliquer les écarts de valorisation.

En revanche, assez curieusement underwriters et venture capitalistes sont d'accord pour reléguer très loin dans la hiérarchie des explications, le niveau de diversification du portefeuille. Les venture capitalistes interrogés à ce sujet nous ont expliqué qu'ils obtenaient un niveau de diversification suffisant à l'intérieur même de leur portefeuille de participations, et ceci même lorsqu'ils sont spécialisés dans certains segments d'activité très pointus comme l'internet ou les bio-technologies. Nous reviendrons sur ce point lorsque nous conclurons sur l'approche à retenir lors des acquisitions.

3/ Faut-il rechercher une explication des écarts dans les processus et les techniques utilisées ?

Notre étude met en évidence de fortes similarités dans les processus d'évaluation chez les deux catégories d'acteurs :

- même nombre d'acteurs impliqués de part et d'autre, avec une légère préférence des venture capitalistes pour rencontrer les autres hommes clés que les seuls dirigeants
- même durée du processus, entre trois et quatre mois
- Même processus en deux temps, avec une première évaluation rapide, souvent élevée, pour obtenir l'affaire, puis une réévaluation, le plus souvent à la baisse, au vu des informations détaillées fournies par l'entreprise.
- même usage modéré des avis et experts externes
- même processus de formation et de qualification des acteurs fondé sur le « coaching », assuré par les plus expérimentés.

C'est sur le plan des techniques d'évaluation que des différences d'approche significatives apparaissent. Il ressort en effet des entretiens et de l'étude des 200 cas d'évaluation que l'approche par l'actualisation des cash flows est quasi systématique pour les ventures capitalistes, et utilisée le plus souvent en premier. En revanche, chez les underwriters, l'utilisation des DCF est loin d'être systématique, et il en est fait usage plutôt pour contrôler que la valorisation obtenue par les multiples est compatible avec le business plan annoncé par l'entreprise, et presque à titre de « précaution » prise pour montrer que tous les moyens ont été mis en œuvre.

Tout se passe comme si le métier de l'underwriter ne consiste pas tant à indiquer au marché une valeur potentielle pour le titre, compte tenu des spécificités de la firme, mais plutôt à répliquer dans le prix proposé, au delà de la décote d'introduction, les prix pratiqués sur le marché. Comme l'exprimait un underwriter canadien : *“First of all, I should note that we do not really evaluate firms. We are*

seeking the price that the market will be willing to pay for an issue. As such, we are not looking for an intrinsic value. I guess you could consider our job as marketing, as much as valuation per se. In fact, valuation is a very small part of the job of an issuer.”

La leçon est importante, si l'on se place dans une situation d'acquisition, ou de « corporate venture ». Nous voyons plusieurs motifs pour lesquels l'évaluation dans ces contextes devrait se rapprocher des pratiques du venture capital, et s'éloigner si nécessaire, - et possible -, de celles du marché des actions.

Conclusion : quelles leçons pour l'évaluation lors de l'acquisition d'entreprises en forte croissance ?

A la lumière de cette étude, les arguments qui plaident pour une approche similaire à celle du venture capital sont les suivants :

- Une partie significative du développement de l'entreprise acquise va résulter du fait qu'elle sera adossée à un grand groupe, et qu'elle pourra bénéficier de ses ressources financières, ainsi que d'autres ressources, par exemple en terme d'expertise internationale. L'entreprise acquéreuse doit elle payer pour cela ? Les mêmes réflexions faites sur le partage des synergies avec le vendeur dans le cadre d'acquisitions plus traditionnelles ne doivent-elles pas être faites ici aussi ?
- L'entreprise acheteuse ne peut pas nécessairement diversifier son risque de la même façon que l'investisseur en bourse, et même que le venture capitaliste. Plus exposée au risque spécifique de la firme dans laquelle elle investit, elle doit intégrer ce risque spécifique dans la prime de risque demandée. Une illustration de ce mécanisme a été donnée dans les colonnes de ce magazine, en Mai 1993, par Gérard Despinoy, dans un article intitulé : *Le Bêta et ses limites dans l'évaluation des sociétés*
- Les taux d'actualisation utilisés par les underwriters nous semblent sans rapport avec les risques réels encourus, pour le motif ci-dessus, et parce que la liquidité est très faible pour l'acquéreur
- La pratique des multiples utilisant comme référence les valorisations pratiquées sur les marchés financiers suppose que ceux-ci sont efficaces, et parfaitement informés. Or, tout particulièrement dans le domaine de la « nouvelle économie », les acteurs reconnaissent eux-mêmes être dans le brouillard en ce qui concerne les valorisations. Et le marché est à l'évidence déséquilibré par une demande exagérée de tous les titres disponibles, les investisseurs souhaitant à tout prix éviter de passer à côté des entreprises de l'économie de demain.

Comme, par ailleurs, et faute de mieux, les transactions servent aussi de référence aux acteurs sur le marché des actions, pour valider leurs évaluations, il y a un risque significatif de spirale inflationniste, qui nous semble mériter réflexion : faut-il abandonner toute mesure, et tout souci de création de valeur pour les actionnaires, sous prétexte que les acquisitions de ces entreprises en forte croissance sont tout à la fois porteuses d'avenir, et difficiles à valoriser ?

A l'évidence non, et c'est pourquoi il nous semble indispensable de fonder la valorisation sur les cash flows futurs, même s'ils sont difficiles à estimer, et s'il faut élaborer des prévisions sur une longue période, à partir de « business models » encore peu validés. C'est par l'intermédiaire d'un taux d'actualisation élevé, que le risque associé à l'incertitude sur le devenir de ces entreprises sera pris en compte : qui aujourd'hui utilise les taux d'actualisation du venture capital (à savoir 30 à 50%), lors de ce type d'acquisitions ?

Annexe 1 Description de l'échantillon (chiffres en millions d'Euros)

Medianes	Internet	Informat.	Bio-tech	Industrie	Serv. Ind.	Serv. Pers.	Distrib.
Nombre de cas	32	61	23	18	20	13	7
Age	2,3	5,0	4,0	10,0	8,7	8,0	15,0
Chiffre d'affaires	1,5	3,6	0,5	17,8	10,0	32,5	46,0
Résultat net	0,0	0,0	- 1,5	0,9	0,7	0,8	2,6
Taux de croissance annuel	100%	58%	77%	24%	30%	30%	25%
Capitaux levés	4,5	6,9	8,9	4,5	5,0	6,1	3,0
Proportion des Fonds Propres	30%	25%	27%	25%	29%	38%	20%
Valeur des fonds propres	13,2	22,6	27,0	27,4	36,0	23,4	26,5
Valeur/Chiffre d'affaires	7,1	2,8	26,7	1,4	3,7	0,8	0,6
Taux d'actualisation	45%	25%	50%	22,5%	25%	23%	25%
P/E ratio	20	24	9	15,3	12	12,7	12
PEG (P/E to Growth ratio)	N/A	N/A	N/A	0,5	0,4	0,44	0,47