

## Évaluer les entreprises du numérique : un vrai casse-tête mais pas sans solution

« Avec les entreprises du numérique, l'évaluation est entrée dans une troisième dimension, avec des actifs non plus solides ni même liquides, mais carrément gazeux ! ». Par Dominique Adenot, avocat-associé, et Dominique Andrieu, avocat-associé.

Il y a moins de cinquante ans, évaluer une entreprise consistait pour l'essentiel à inventorier ses actifs tangibles, comparer leur valeur comptable à leur valeur vénale, dégager les plus ou moins-values éventuelles et retrancher les dettes. Un marché de l'occasion existant pour la plupart des composantes de l'outil de travail, il était relativement simple de ne pas se tromper.

Une première bascule est intervenue il y a une trentaine d'années avec la montée en puissance, dans le bilan des entreprises, des actifs intangibles qui aujourd'hui peuvent représenter autant voire plus que les actifs tangibles, passant ainsi du solide au liquide. Le marché de cette classe d'actifs étant beaucoup plus étroit, l'évaluateur était contraint de mettre en œuvre des techniques d'évaluation reposant pour l'essentiel sur l'actualisation des flux générés spécifiquement par ces actifs immatériels.

L'exercice était certes plus délicat que celui de la pesée des actifs matériels, mais on pouvait le sécuriser en triant soigneusement entre ceux de ces biens bénéficiant de droits contractuels et légaux, et donc facilement identifiables, et ceux que l'on retrouve génériquement sous le vocable fourre-tout de Goodwill.

### Des ovnis économiques

Avec les entreprises du numérique, l'évaluation est entrée dans une troisième dimension, avec des actifs non plus solides ni même liquides mais carrément gazeux ! En effet, le cœur de métier d'une entreprise du numérique consistant à opérer des échanges et des transactions sans contact physique entre les gens, par simple circulation de données numériques, il n'y a plus rien de visible !

Ces entreprises présentent au moins trois caractéristiques qui en font de véritables ovnis économiques : elles ont très peu d'actifs tangibles, ce qui rend inopérante l'approche patrimoniale, leur business-model



est disruptif ce qui rend vaine toute tentative d'évaluation par comparaison, elles sont déficitaires pendant de longues années ce qui rend presque impossible la mise en œuvre des méthodes d'évaluation par actualisation de flux.

Et pourtant ces entreprises ont une énorme valeur. Les cinq plus grandes capitalisations boursières mondiales sont ainsi des entreprises du numérique. Cette nouvelle économie perturbe les évaluateurs que nous sommes parce qu'elles nous obligent à réviser toutes nos certitudes, comme la loi des rendements décroissants mise à mal par les entreprises du numérique. Alors comment s'y prendre pour évaluer ces entreprises ?

### Distinguer démarrage et décollage

La seule façon de s'en sortir est de tracer une frontière temps entre la période de démarrage et celle de décollage. En période de démarrage, disons-le d'emblée, aucune méthode traditionnelle ne convient. Cela n'est pas grave puisque l'on constate que la valeur donnée à l'entreprise par ceux qui vont y investir relève d'une conviction, dé-

connectée de toute base économique.

Notre conseil est donc de ne pas investir dans un travail savant d'évaluation puisqu'au bout du compte seul prévaudra le raisonnement suivant : si l'investisseur croit dans le projet, il apportera l'argent qu'il faut pour le développer, et s'il n'y croit pas peu importe la valeur qu'on lui donnera. Illustration : en premier tour de table si le projet a besoin de 500 000 euros pour avancer, et qu'un consensus se crée autour de l'idée que les fondateurs doivent garder un contrôle de 70 % sur leur société, cela induit que la valeur pre-money de l'entreprise sera de 1,6 million d'euros.

En second tour de table, s'il faut injecter 1 million d'euros supplémentaires, et qu'un consensus s'établisse autour de l'idée que les fondateurs en conservent le contrôle à 51 % cela veut dire, que la société pre-money est valorisée 3 millions d'euros. C'est aussi simple que cela !

### La méthode des options réelles

Certains diront que les venture capitalists sont fous, et d'autres qu'ils sont trop généreux avec des sociétés qui n'ont encore

rien prouvé. Ce n'est évidemment ni l'un ni l'autre. Nous en voulons pour preuve la mise en place, concomitamment à ces levées de fonds, de garde-fous juridiques : actions de préférence, BSA ratchet, clauses de bad leaver, etc., destinés à se protéger d'éventuelles erreurs d'appréciation.

Mais une fois la période de démarrage terminée avec un prototype achevé, le décollage est imminent. L'évaluateur d'une entreprise du numérique peut alors entrer en piste avec sa palette d'outils traditionnels tout en privilégiant deux : l'actualisation des flux et l'approche par comparaison car à y regarder de plus près l'entreprise innovante est rarement seule au monde (« the winner take most » semble en effet plus réaliste que « the winner takes all »).

Mais encore faudra-t-il intégrer au raisonnement le risque de mauvaise exécution du business-plan car dans le secteur du numérique les incertitudes sont immenses. C'est pourquoi nous conseillons vivement aux évaluateurs d'appuyer leur démonstration sur la méthode des options réelles. Rappelons que par option réelle, on entend la valeur des opportunités rencontrées par la société au fil de son développement.

C'est d'ailleurs tout le talent de ceux qui ont réussi que d'avoir su faire évoluer leur idée initiale pour prendre en compte les attentes réelles et pas simplement supposées du marché. En effet, une stratégie d'entre-

prise n'est jamais une trajectoire linéaire. En créant une librairie en ligne, Amazon n'imaginait pas devenir le premier commerçant de la planète, et Facebook devenir une agence de presse ou de marketing.

### Un instrument heuristique

En résumé on peut dire qu'aux premiers stades de développement, c'est le potentiel du projet qui commande l'enveloppe de financement, qui elle-même donne sa valeur à la société. Et ce n'est pas un rapport d'évaluation, fut-il brillamment documenté, qui fournira des raisons d'y investir. Ce n'est qu'ensuite, une fois les premiers clients captés, et leur comportement savamment

scruté, que les fondateurs de l'entreprise du numérique pourront convoquer les évaluateurs.

Ces derniers auront avantage à mettre en œuvre les deux méthodes incontournables que sont les comparables et l'actualisation des flux. Mais l'incertitude étant dans ce secteur plus grande que dans d'autres, les scénarii retenus et les taux d'actualisation proposés devront être bien calibrés.

Mais encore faudra-t-il que les professionnels retenus pour la mission aient la modestie de se souvenir que l'évaluation est un instrument heuristique produisant une simple opinion et pas la simpliste mise en œuvre d'une calculatrice financière donnant un résultat scientifique.



Dominique Adenot,  
Avocat-associé  
Cabinet Labonne et Associés



Dominique Andrieu  
Associé Gérant  
Cabinet Labonne et Associés



WWW.LABONNE-AVOCATS.FR