

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 121

août 2018

EVALUATION DE START-UP : FAUT-IL PRENDRE EN COMPTE LA VALEUR DES DEFICITS REPORTABLES ?

Les start-up, ou sociétés qui démarrent, sont des entreprises nouvelles et innovantes ; elles sont généralement à la recherche d'importantes levées de fonds, présentent un très fort potentiel de croissance et sont spéculatives. Les start-up développent le plus souvent leur activité sur un marché nouveau (exemple : sociétés de la fintech¹) dont le risque, difficile à évaluer, est significatif² puisque l'activité peut *in fine* échouer. Les start-up démarrent leur vie par une phase de recherche et de développement de produit innovant, de test d'idée, de validation de technologie ou de modèle économique, plus ou moins longue, avant le démarrage de la phase commerciale. Corollaire de ce qui précède, les start-up réalisent des pertes importantes³, au moins durant la période de démarrage ; elles accumulent, dès lors, d'importants déficits reportables.

Les développements qui suivent ont pour objet d'apprécier si la valorisation des start-up doit, ou non, inclure la valeur des déficits reportables.

METHODES D'EVALUATION GENERALEMENT MISES EN ŒUVRE PAR LES EVALUATEURS

Il existe deux grandes familles de méthodes permettant d'évaluer les entreprises commerciales et industrielles :

1) Les méthodes intrinsèques (approche par les flux)

Ces approches de valorisation consistent à actualiser les flux générés par l'entreprise dans le futur sur la base d'un taux d'actualisation qui reflète le risque supporté par les actionnaires et/ou les créanciers. Elles sont dites « intrinsèques » car elles reposent sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de l'entreprise à évaluer.

S'agissant des entreprises industrielles et commerciales, la méthode la plus largement mise en œuvre par les évaluateurs est celle de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (Discounted cash flows [DCF]⁴). C'est une méthode indirecte puisque l'entreprise est évaluée globalement ; la valeur des fonds propres s'obtient en déduisant l'endettement net de la valeur d'entreprise, le taux d'actualisation étant égal au coût du capital, soit le risque supporté par les actionnaires et les créanciers.

S'agissant des start-up, dès lors que l'évaluateur dispose d'un business plan dont la période explicite se prolonge au-delà de la phase de démarrage et couvre la phase commerciale, notamment caractérisée par l'existence de bénéfices, l'approche par les flux trouve à s'appliquer.

¹ Sociétés de l'industrie financière caractérisées par le fait qu'elles déploient de la technologie pour améliorer les activités financières.

² Les start-up ont un risque de survie plus faible que les entreprises industrielles et commerciales en continuité d'exploitation.

³ Les start-up peuvent même ne produire aucun chiffre d'affaires pendant la phase de démarrage.

⁴ Dénommée également *DCF to the firm* par opposition à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires ou *DCF to equity*.

2) Les méthodes analogiques (approche par les comparables)

Les approches de valorisation analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises dites comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées (méthode des comparables boursiers), soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été publiquement révélées (méthode des transactions comparables). Pratiquement, l'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer (chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation et/ou résultat net) les multiples implicites observés sur l'échantillon de sociétés comparables sélectionnées.

S'agissant des start-up, en l'absence de sociétés cotées comparables, il est, en pratique, impossible d'appliquer la méthode des comparables boursiers. L'évaluateur est toutefois en mesure de mettre en œuvre la méthode des transactions comparables, à condition de l'appliquer au seul chiffre d'affaires dans la mesure où la start-up ne réalise généralement que des pertes. Dans certains cas particuliers, il est possible d'utiliser d'autres agrégats (exemple : valorisation du nombre de comptes clients pour les sociétés du secteur de la fintech, telles les néo-banques⁵).

PRISE EN COMPTE, OU NON, DES DEFICITS REPORTABLES

La valeur des déficits reportables, calculée selon l'approche par les flux, correspond à la valeur des économies d'impôts, actualisées au coût du capital, et résultant de l'utilisation des déficits reportables sur la base d'un échéancier fiable. Les calculs correspondants, qui supposent de se projeter dans le futur, s'appuient généralement sur le business plan de la société à évaluer et sur l'échéancier d'imputation des déficits reportables sur des bénéfiques futurs. En France, les modalités d'imputation des déficits reportables doivent notamment prendre en compte les dispositions de la loi de Finances pour 2013 : (plafond d'imputation à hauteur d'un million d'euros par an, majoration de 50% de la fraction du bénéfice supérieure à ce plafond...).

Or, comme le précise la norme IAS 12 (*Impôt sur le résultat*), la comptabilisation d'actifs d'impôts différés liés aux déficits reportables doit s'opérer selon le principe de prudence, « dans la mesure où il est probable que l'on disposera de bénéfiques imposables futurs sur lesquels ces pertes fiscales et crédits d'impôt pourront être imputés ». Appliqué à l'évaluation, un tel principe suppose de pouvoir justifier, business plan à la clé, les modalités d'imputation des déficits reportables sur des bénéfiques futurs.

S'agissant d'une start-up, faut-il tenir compte de ses déficits reportables, sachant que son activité est susceptible d'être interrompue avant même l'apparition du moindre bénéfice ? Selon nous, la réponse à cette question dépend de l'approche de valorisation retenue.

Pour les approches par les flux, la valeur des déficits reportables doit pouvoir être ajoutée à la valeur intrinsèque en cas d'assurance raisonnable que lesdits déficits pourront être imputés sur des bénéfiques futurs. Or, cette hypothèse est souvent sujette à caution dans la mesure où la start-up n'a pas encore fait de bénéfiques, que l'éventualité d'un échec est significative et que le montant des déficits reportables est important. Dans l'hypothèse où l'évaluateur prend en compte le risque de défaut de manière satisfaisante, soit *via* l'ajout d'une prime spécifique, soit *via* la mise en œuvre d'une analyse de scénarios, il nous semble pertinent de majorer la valeur intrinsèque de la valeur des déficits reportables ; ce raisonnement nous semble d'autant plus justifié que l'acquéreur éventuel de la start-up évaluée place lui-même cette dernière dans une perspective de continuité d'exploitation.

Pour les approches analogiques, en l'absence de start-up cotées sur le marché actions, la méthode des transactions comparables étant la seule méthode applicable, il nous semble raisonnable de considérer que les multiples de chiffre d'affaires correspondants prennent implicitement en compte la valeur des économies d'impôts attachées aux déficits reportables, dès lors que lesdits multiples ont également [...]

⁵ Une néo-banque est une banque digitale dont les produits et les offres ne sont accessibles que par une application mobile (exemples : Comptes Nickel, Atom Bank).

[...] pour origine d'autres start-up, également caractérisées par d'importants déficits reportables. En conséquence, l'application des multiples de chiffre d'affaires devrait rendre inutile tout ajout de valeur lié aux déficits reportables.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com