


**Tobias Hüttche**

Prof. Dr rer. pol., expert-comptable et CVA  
Institut de gestion financière de la  
Haute école d'économie FHNW, Bâle  
tobias.huettche@fhnw.ch


**Fabian Schmid**

Dr rer. pol., CFA, CVA  
directeur et cofondateur de wevalue AG,  
chargé de cours à la Haute école d'économie  
FHNW, Brugg  
fabian.schmid@wevalue.ch



Cet article spécialisé est également disponible sous  
forme de fichier audio: rendez-vous sur [www.trex.ch](http://www.trex.ch),  
écoutez-le directement ou téléchargez-le.

## Évaluation de l'entreprise

# Évaluation de jeunes entreprises (start-ups)

Les start-ups ne deviennent pas toutes des «licornes», beaucoup demeurent des PME. L'évaluation de jeunes entreprises est une thématique récurrente dans le secteur fiduciaire. La valeur de ces entreprises, au départ sans substance, est au sens premier du terme une question de point de vue. Dans cet article, nous présenterons tout d'abord les procédures possibles et usuelles d'évaluation dans l'optique des investisseurs et des propriétaires. Puis, nous discuterons des particularités d'une évaluation objective et retomberons sur de nouvelles et anciennes notions connues, à savoir les «données» et la valeur substantielle.

## 1. Introduction

Les jeunes entreprises ou les start-ups sont évaluées pour les mêmes raisons que les entreprises établies, par exemple à l'occasion de l'arrivée d'investisseurs, du départ de propriétaires ou de la participation de collaborateurs. Et malheureusement, les fondateurs de start-ups sont également confrontés à la réalité: la valeur de l'entreprise joue un rôle important en cas de décès, de divorce ou de litige entre les actionnaires. Contrairement aux entreprises établies, les jeunes entreprises n'ont pas de passé, peu de substance et un avenir totalement incertain. Cependant, même dans leur évaluation, le motif et le but de l'évaluation déterminent la conception de la valeur et, en fin de compte, la méthode d'évaluation. Par conséquent, lorsque l'on parle (oralement ou par écrit) de l'évaluation des jeunes entreprises, le point de départ doit être une tâche d'évaluation concrète. C'est pourquoi, dans nos explications, nous supposons trois situations différentes et adoptons

des perspectives différentes, dans chacune desquelles le conseil (ou l'évaluation) de l'expert-comptable est demandé.

Nous considérons tout d'abord la situation des fondateurs qui ont besoin d'une valeur d'entreprise solide pour l'entrée d'investisseurs à négocier. Nous changeons ensuite de rôle et mettons en lumière la manière dont la même entreprise est évaluée à travers le prisme des investisseurs. Les deux points de vue aboutissent à des valeurs d'entreprise subjectives, c'est-à-dire des valeurs qui tiennent compte des préférences individuelles des sujets de l'évaluation.

Ces valeurs, par nature partiales, ne sont pas adaptées lorsqu'il s'agit de résoudre des conflits. Une évaluation objective est alors nécessaire. Nous faisons également une proposition à ce sujet – à l'exemple d'une clause d'indemnisation dans une convention d'actionnaires.

Notre ambition n'est pas de présenter et d'apprécier tout l'univers des méthodes d'évaluation des jeunes entreprises. Notre objectif est de présenter trois méthodes possibles de manière pratique.

## 2. Délimitations et situation de départ

Nous illustrerons nos propos par un exemple pratique et commencerons donc par décrire la situation initiale. Comme l'évaluation des jeunes entreprises peut être un vaste domaine, nous commençons par délimiter notre propos.

1. Nous évaluons un modèle d'entreprise à échelle variable, entièrement évolutif. Il se caractérise par le fait qu'il n'est pas limité par les capacités et les ressources de l'entreprise, mais uniquement par le marché ou la part de marché qu'elle peut atteindre.
2. Nous évaluons l'entreprise au début de sa phase de vie, c'est-à-dire «at an early stage». À ce stade, l'entreprise existe juridiquement, mais elle est encore à la recherche d'investisseurs, ne génère pas d'excédents financiers significatifs et se consacre principalement à la recherche et au développement.
3. Nous ne considérons pas explicitement les circonstances spéciales telles que les parti-

cipations de collaborateurs, etc. Bien entendu, nos réflexions peuvent également jouer un rôle dans ces contextes.

L'objet de l'évaluation est la société Snowflake SA, fondée il y a quelques mois. Actuellement, toutes les actions sont détenues par les trois fondateurs. La société développe «FortnAI», un jeu en ligne renforcé par l'intelligence artificielle. Comme son modèle très réussi «Fortnite», «FortnAI» doit être distribué gratuitement dans un premier temps. Et comme pour «Fortnite», les revenus de «FortnAI» seront générés par (1) la vente d'outils utilisables dans le jeu, (2) l'accès payant à certains événements (en ligne) et (3) des partenariats avec des marques. Les fondateurs ont déjà démontré leur savoir-faire dans d'autres projets. C'est pourquoi des investisseurs convaincus sont prêts à soutenir l'entreprise lors d'un premier tour de financement.

### 3. Évaluation dans l'optique de l'actionnariat actuel

#### 3.1 Mode opératoire

Du point de vue des fondateurs, il s'agit de déterminer ce que l'on appelle une valeur de décision, qui tient compte de leurs idées et préférences subjectives. Il n'y a donc pas d'obligation de respecter des directives légales ou contractuelles. L'évaluation et le choix de la méthode d'évaluation peuvent donc se faire librement, en tenant compte de l'opportunité économique.

Snowflake SA est une entreprise sans passé et à l'avenir incertain, ce qui suffit déjà à faire douter d'une méthode DCF traditionnelle<sup>1</sup>. À cela s'ajoute le fait que les fondateurs se fient à un modèle d'entreprise entièrement modulable. Ils font référence à leur modèle «Fortnite», qui a gagné environ 44,7 millions de nouveaux joueurs en une seule journée avec une seule nouvelle version. Toutefois, les investisseurs potentiels attendent des chiffres qui entrent dans leurs catégories de réflexion et de décision. Au fond, il s'agit toujours du retour sur investissement. Mais comme les chiffres ne s'arrêtent pas au passé, il est important de déduire ces chiffres ou les moteurs de valeur du passé – ou de «l'historique» – de l'entreprise<sup>2</sup>. Et ce d'autant plus que les méthodes d'évaluation

heuristiques (c'est-à-dire le savoir empirique et «l'intuition») jouent un rôle majeur dans les investissements en capital-risque<sup>3</sup>. Les recommandations de la pratique vont également dans le sens d'une méthode DCF adaptée de cette manière<sup>4</sup>. Dans le cas d'un modèle d'entreprise évolutif, une évaluation basée sur des chiffres peut être effectuée «top-down», en se fondant sur des hypothèses relatives aux faits suivants<sup>5</sup>:

1. estimation du potentiel de marché pour le produit proposé;
2. estimation de la part de marché de l'entreprise à évaluer;
3. hypothèses quant aux marges susceptibles d'être réalisées ou, plus exactement, aux dépenses opérationnelles;
4. prise en compte d'éventuelles conséquences fiscales (pertes reportées);
5. hypothèses quant à la croissance des investissements nécessaires.

Dans la section suivante, nous développons un tel modèle étape par étape.

La règle est que plus l'incertitude augmente, plus le niveau de détail diminue. Il n'est donc pas très utile de s'interroger sur le montant des frais de personnel en 2028 si les recettes ne peuvent pour l'heure être estimées que de manière approximative.

Il est donc d'autant plus important de vérifier la cohérence de l'évaluation à la fin, ce qui se fait généralement en comparant les rendements attendus pour l'objet d'évaluation avec les rendements observables dans l'industrie concernée.

#### 3.2 Exemple

Les prévisions de marché pertinentes constituent le point de départ de l'évaluation du potentiel du marché. Celles-ci sont disponibles sur Internet en différents horizons temporels, qualités et catégories de prix. Pour nos besoins, nous avons recours à [www.statista.com](http://www.statista.com), qui offre déjà des informations utiles dans le domaine gratuit. Selon ces données, le chiffre d'affaires du marché européen des jeux vidéo devrait atteindre environ 33 milliards d'euros en 2024. D'ici 2027, le volume du marché atteindra sans doute 44 milliards d'euros, ce qui correspond à une croissance annuelle de près de 10%<sup>6</sup>.

Au vu des résultats obtenus jusqu'à présent par les fondateurs, ceux-ci se croient capables d'atteindre une part de marché de 1% dans dix ans. Pour pouvoir déduire des chiffres d'affaires escomptés les dépenses, les marges et les rendements supposés, nous utilisons les chiffres actuels et publiés d'une sélection d'acteurs du marché (entreprises comparables cotées en bourse et appartenant au même secteur, «peer group»). Ceux-ci peuvent également être obtenus sans problème à partir de sources accessibles au public, par exemple sur [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com). Cette compilation sert davantage à illustrer notre exemple et comprendrait dans la pratique entre 15 et 25 entreprises (cf. figure 1).

Bien entendu, Snowflake SA ne pourra atteindre ces rendements qu'au bout d'un certain temps. Les fondateurs partent de l'hypothèse qu'ils pourront compter sur des résultats positifs après environ quatre ans, jusqu'à ce que la marge EBIT se stabilise au bout de dix ans à peu près au niveau habituel du secteur (mais dans l'optique actuelle, cf. figure 2, partie 1).

Les pertes générées au cours des premières années donnent lieu à un report de pertes fiscales qui peut être utilisé dans la phase de génération ultérieure d'un excédent.

La valeur d'un report de pertes fiscales peut en principe être comptabilisée séparément comme un actif non nécessaire à l'exploitation. Sa valeur correspond alors au montant de l'économie d'impôt escomptée, actualisé au coût du capital. Alternativement, l'impôt économisé peut également être saisi dans la valeur de l'activité opérationnelle lors du calcul des excédents financiers. Dans le cas qui nous occupe, nous optons pour cette dernière variante pour des raisons de présentation (voir figure 2, partie 2).

Jusqu'à présent, nous avons agi au niveau des bénéficiaires et pertes comptables. Mais comme la croissance doit être financée par de l'argent, nous nous tournons ensuite vers les investissements nécessaires. Là encore, les chiffres des concurrents fournissent de bons points de repère. Le rapport entre le capital investi et le chiffre d'affaires permet de calculer les investissements liés à la croissance prévue (cf. figure 2, partie 3).

Cela ne ressemble pas seulement à une estimation grossière, c'est assurément le cas. Tou-

Figure 1: Marges et rendements pour une sélection d'entreprises de référence («peer group»)

Entreprise de référence	Chiffre d'affaires (en millions)	EBIT (en millions)	Marge EBIT	NOPAT (en millions)	Capital investi (en millions)	RCI	Capital investi en % du chiffre d'affaires	Multiple d'EBIT
Alphabet Inc.	USD 307,39	USD 86,03	27,99%	USD 74,06	USD 295,25	29,14%	96,05%	21,74
Apple Inc.	USD 383,29	USD 117,67	30,70%	USD 100,35	USD 173,23	67,92%	45,20%	22,10
Microsoft Corporation	USD 211,92	USD 91,28	43,07%	USD 73,96	USD 253,46	36,01%	119,60%	32,76
Sony Group Corporation	JPY 11 539,84	JPY 1206,71	10,46%	JPY 964,73	JPY 11 100,28	10,87%	96,19%	10,03
Tencent Holdings Limited	CNY 609,02	CNY 173,21	28,44%	CNY 126,74	CNY 1157,21	14,97%	190,01%	17,38
<b>Médiane</b>			<b>28,44%</b>			<b>29,14%</b>	<b>96,19%</b>	<b>21,74</b>

tefois, la qualité d'une telle prévision ne s'améliore pas de manière significative si l'on réfléchit de manière très subtile aux investissements dans les actifs immatériels, les immobilisations corporelles ou le fonds de roulement net.

La plausibilité des hypothèses et des calculs devrait également être vérifiée à plus grande échelle, par exemple en contrôlant le rendement des capitaux investis («return on invested capital», RCI). Les rendements du capital obtenus dans le secteur servent ici aussi de référence (cf. figure 2, partie 4).

Les flux de trésorerie disponibles peuvent être actualisés à partir des excédents financiers développés et contrôlés quant à leur plausibilité avec un coût du capital adapté au risque et la valeur de l'entreprise ou de la participation peut en être déduite (cf. figure 2, partie 5).

### 3.3 Appréciation

L'évaluation de l'entreprise à partir des chiffres bruts est plutôt décevante: nous voyons une entreprise dont l'EBIT est positif après quatre ans et qui génère des cashflows disponibles positifs après dix ans. La valeur actuelle de l'entreprise est générée exclusivement dans la valeur résiduelle, ce qui n'est pas une caractéristique atypique pour les start-ups.

Nous avons supposé que le coût du capital était de 19%, ce qui peut sembler assez élevé pour une PME, mais encore assez peu pour une start-up. Il y a une raison réelle et didactique à cela: en effet, un coût du capital élevé permet de «tuer» n'importe quel modèle d'entreprise. Avec les chiffres supposés, la valeur de l'entreprise devient négative à partir d'environ 28% de coûts du capital et toute autre discussion se révèle être superflue. Il s'agira donc de représenter les risques «au-dessus de la ligne», c'est-à-dire dans les excédents financiers, et de le justifier de manière plausible. C'est ce que nous supposons – raison didactique – afin de pouvoir continuer l'exposé.

Il faut également garder à l'esprit que les chiffres ne sont pas les catalyseurs de valeur du modèle d'entreprise, mais seulement son résultat. Il est donc d'autant plus important d'établir un lien entre les deux. Le récit correspondant, fortement abrégé ici, pourrait par exemple être le suivant: Snowflake SA fait son entrée sur le marché en forte croissance des jeux vidéo en ligne. Grâce à sa force d'innovation démontrée, sa part de marché atteindra 1% au cours des dix prochaines années. Après son entrée sur le marché, le seuil de rentabilité (sur la base de l'EBIT) sera atteint au bout de quatre ans. Chaque année d'existence réduit le risque opérationnel de l'entreprise. Il devrait donc être possible de lever des capitaux extérieurs ou d'attirer d'autres investisseurs une fois la première phase de croissance est terminée.

Un autre coup d'œil sur les chiffres montre que l'entreprise a besoin d'un peu plus de 26 millions de francs de liquidités supplémentaires au cours des quatre premières années (somme des cashflows disponibles des quatre premières années). Cela indique également le montant minimum requis des investisseurs externes. Nous changeons ainsi de perspective à l'étape suivante.

## 4. Évaluation dans l'optique des investisseurs

### 4.1 Mode opératoire

Les investisseurs et les fondateurs de la jeune entreprise sont certes dans le même bateau, mais sur des ponts différents et avec des itinéraires différents. Alors que, dans l'idéal, les fondateurs immobilisent une grande partie de leur fortune à long terme dans leur entreprise, du point de vue d'une société de capital-risque (CR), l'investissement (1) en est un parmi d'autres et (2) n'est conçu que pour une durée limitée. Son objectif est la «sortie», c'est-à-dire une vente de la participation après cinq à dix ans au maximum. On commence classiquement par une participation minoritaire, qui peut ensuite être développée en fonction de la situation et de l'évolution.

L'expérience montre qu'entre 30 et 50% des investissements en capital-risque se soldent par une perte totale<sup>7</sup>. Environ 5 à 10% se terminent bien sous la forme d'une entrée en bourse ou d'une «trade sale» (40 à 60%). C'est pourquoi les attentes en matière de rendement des investissements individuels sont relativement élevées – par rapport aux coûts standard du capital – et se situent entre 30 et 40%.

Si l'on considère les méthodes d'évaluation utilisées par les investisseurs en capital-risque, celle dite du capital-risque (CR) semble être la plus répandue<sup>8</sup>. Celle-ci transpose la logique de l'investissement dans un modèle de calcul en déduisant la valeur actuelle de l'entreprise à partir du prix de sortie escompté. La méthode d'évaluation du capital-risque repose donc également sur les flux de trésorerie, mais elle actualise le prix de sortie futur escompté et non les retours planifiés par le biais des dividendes<sup>9</sup>.

### 4.2 Exemple

Le point de départ est une réflexion sur la valeur de l'entreprise au moment de la sortie des investisseurs en capital-risque. Pour faire le lien avec les réflexions et les chiffres des fondateurs présentés plus haut, nous supposons un horizon d'investissement de dix ans. La valeur de l'entreprise en l'an dix résulte alors de l'utilisation de multiplicateurs observables (aujourd'hui) sur les indicateurs clés de performance estimés pour cette date. Il s'agit généralement du chiffre d'affaires,

de l'EBITDA ou de l'EBIT. Les facteurs utilisés pour les multiplier proviennent d'entreprises comparables, en simplifiant le groupe de pairs mentionné ci-dessus. Compte tenu du modèle d'entreprise (et aussi pour obtenir une adéquation didactique avec le modèle présenté ci-dessus), le rendement attendu par les investisseurs est considéré comme relativement élevé, à savoir 45% (cf. figure 3).

À partir de ces montants, on obtient pour Snowflake SA une valeur d'entreprise escomptée dans dix ans d'environ cinq milliards de francs. Ce chiffre paraît énorme, mais il faut le mettre en relation avec les probabilités qui se cachent derrière les modèles de calcul. Au fond, les investisseurs supposent que la probabilité de cette valeur est inférieure à 5%, c'est-à-dire qu'il y a une probabilité de 95% d'aboutir à des valeurs inférieures ou à une perte totale.

Le montant espéré représente le prix de sortie attendu pour la vente de toutes les parts. Actualisé à la date d'aujourd'hui avec un rendement attendu de 45% (qui tient compte de l'incertitude décrite), il en résulte une valeur d'entreprise d'environ 124 millions de francs après investissement («post money») ou de 99 millions de francs avant investissement («pre money»).

À supposer maintenant que les investisseurs soient prêts à investir au maximum 25 millions de francs, ils obtiendraient pour ce montant environ 20% de l'entreprise.

### 4.3 Appréciation

Les chiffres calculés du point de vue des investisseurs s'intègrent bien dans les valeurs estimées par les fondateurs. C'est d'ailleurs le but ultime de l'exercice. Il s'agit moins d'une évaluation à proprement parler que de créer une base pour les négociations. Pour ce faire, une compréhension commune du modèle d'entreprise, du capital nécessaire à sa réalisation et des attentes en matière de rendement est nécessaire. La participation prise par les investisseurs en capital-risque – ou la copropriété qui leur est accordée par les fondateurs – doit être cohérente avec les besoins des deux groupes. En ce sens, l'avantage de la méthode d'évaluation du capital-risque réside dans sa combinaison simplificatrice d'évaluation par multiplicateur et par DCF<sup>10</sup>.

Le calcul présenté ci-dessus aboutit à une valeur qui peut également couvrir le déficit de financement de l'entreprise au cours des prochaines années. Toutefois, comme prévu, de nouveaux moyens financiers seront nécessaires au plus tard l'année cinq. Il faudra donc également lever de nouveaux fonds propres ou externes. Les effets de dilution qui peuvent en résulter doivent également être pris en compte lors du premier tour de financement<sup>11</sup>. En complément, les investisseurs de la première heure

se feront également accorder d'autres préférences (préférences de liquidation, droits d'approbation et de vote).

## 5. Évaluation objectivante

### 5.1 Mode opératoire

Dans les situations décrites plus haut, l'évaluation n'est pas nécessaire à proprement parler. La seule chose est de s'entendre sur le prix. Si ce n'est pas le cas, il n'y a pas de conclusion. En faisant varier le coût du capital, les rendements attendus et les marges dans le modèle de calcul, il est facile de montrer à partir de quel moment on ne parviendra plus à s'entendre. Dans d'autres cas, l'évaluation est en revanche la condition préalable à la résolution du conflit. Dans le cas d'un divorce, d'un conflit successoral ou d'un conflit entre actionnaires, il existe souvent un désaccord sur la valeur de l'entreprise, mais il doit être résolu afin de pouvoir également régler le litige dans son ensemble.

Dans ce cas, une évaluation est nécessaire, mais elle doit être objectivante<sup>12</sup>. Il ne s'agit pas d'une catégorie de valeur propre, mais d'une évaluation correspondant au but de l'évaluation, à savoir une valeur correspondant à une juste pondération des intérêts. Comme celle-ci repose également sur des hypothèses, une telle valeur est également calculée de manière subjective, mais vérifiable intersubjectivement – c'est-à-dire de manière objectivante<sup>13</sup>. Pour ce faire, il faut obtenir et utiliser des informations de manière non discrétionnaire ou du moins de manière limitée<sup>14</sup>. Le Tribunal fédéral défend lui aussi, par tradition, le pluralisme des méthodes<sup>15</sup>. Est reconnue en premier lieu toute méthode d'évaluation «compréhensible, plausible et reconnue, largement utilisée dans des cas comparables, raisonnablement plus appropriée ou au moins aussi éprouvée que d'autres méthodes et qui tient compte des circonstances du cas concret»<sup>16</sup>. Diversité ne signifie toutefois pas arbitraire. En présence d'une «situation difficile (...) il convient d'appliquer la méthode d'évaluation qui paraît

concrètement la plus appropriée»<sup>17</sup>. La limite est fixée là où les évaluations «s'écartent sans raison des principes reconnus par la doctrine et la jurisprudence»<sup>18</sup>.

Si l'on prend l'évaluation à des fins fiscales comme exemple typique d'une évaluation objective de jeunes entreprises, la jurisprudence, la littérature spécialisée et la pratique présentent une image assez uniforme:

- Au titre de l'impôt sur la fortune, les parts de jeunes entreprises, c'est-à-dire de «sociétés de capitaux ayant un modèle d'affaires innovant (...) et évolutif sont estimées à la valeur substantielle. (...) Demeurent réservés les cas où, en raison de circonstances particulières, la prise en compte de la valeur substantielle conduirait à un résultat non conforme»<sup>19</sup>.
- En ce qui concerne les impôts personnels, les participations de collaborateurs à de jeunes entreprises sont également évaluées conformément à la Circulaire 28 de la CSI et donc selon la valeur substantielle<sup>20</sup>. La «valeur de

Figure 2: Méthode DCF

Partie 1											
	Années										Valeur résiduelle
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Marché (Europe)	33 000	36 300	39 930	43 923	48 315	53 147	58 462	64 308	70 738	77 812	
Part de marché	0,01%	0,02%	0,03%	0,06%	0,10%	0,19%	0,34%	0,61%	1,00%	1,00%	
Chiffre d'affaires	3,30	6,53	12,94	25,62	50,72	100,42	198,84	393,70	707,38	778,12	793,69
Marge EBIT	-20,00%	-10,00%	-5,00%	1,00%	3,00%	9,00%	14,00%	22,00%	25,00%	30,00%	30,00%
<b>EBIT</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,65</b>	<b>0,26</b>	<b>1,52</b>	<b>9,04</b>	<b>27,84</b>	<b>86,61</b>	<b>176,85</b>	<b>233,44</b>	<b>238,11</b>
Partie 2											
Bénéfice / perte reporté(e) (en valeur cumulée)	-0,66	-1,31	-1,96	-1,70	-0,18	8,86	36,69	123,31	300,15	533,59	771,70
Impôts (15%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,36	-4,18	-12,99	-26,53	-35,02	-35,72
<b>NOPAT</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,65</b>	<b>0,26</b>	<b>1,52</b>	<b>7,68</b>	<b>23,66</b>	<b>73,62</b>	<b>150,32</b>	<b>198,42</b>	<b>202,39</b>
Partie 3											
Variation du chiffre d'affaires	3,30	3,23	6,40	12,68	25,10	49,71	98,42	194,86	313,68	70,74	15,56
Capital investi supplémentaire (95% du CA)	3,14	3,07	6,08	12,04	23,85	47,22	93,50	185,12	298,00	67,20	14,78
<b>Capital investi (cumulé)</b>	<b>3,14</b>	<b>6,21</b>	<b>12,29</b>	<b>24,34</b>	<b>48,18</b>	<b>95,40</b>	<b>188,90</b>	<b>374,02</b>	<b>672,02</b>	<b>739,22</b>	<b>754,00</b>
Partie 4											
<b>RCI (NOPAT / capital investi)</b>	<b>-21,05%</b>	<b>-10,53%</b>	<b>-5,26%</b>	<b>1,05%</b>	<b>3,16%</b>	<b>8,05%</b>	<b>12,53%</b>	<b>19,68%</b>	<b>22,37%</b>	<b>26,84%</b>	<b>26,84%</b>
Partie 5											
<b>Cashflow disponible</b>	<b>-3,80</b>	<b>-3,73</b>	<b>-6,73</b>	<b>-11,79</b>	<b>-22,33</b>	<b>-39,54</b>	<b>-69,83</b>	<b>-111,50</b>	<b>-147,68</b>	<b>131,22</b>	<b>187,61</b>
Facteur de valeur actualisée (FVA) (coût du capital = 19%)	0,840	0,706	0,593	0,499	0,419	0,352	0,296	0,249	0,209	0,176	
Valeur actualisée du cashflow disponible	-3,19	-2,63	-3,99	-5,88	-9,36	-13,92	-20,66	-27,73	-30,86	23,04	
Valeur résiduelle à la fin de l'année 10 (croissance = 2%)											1103,56
Valeur ajoutée pour la période	-95,18										
Valeur ajoutée résiduelle	193,79										
<b>Valeur de l'entreprise (entity value)</b>	<b>98,61</b>										

**Figure 3: Méthode d'évaluation du capital-risque**

Méthode d'évaluation du capital-risque	
Multiple EBIT du groupe de pilotage (médiane)	21,74
EBIT escompté dans 10 ans	233,44
<b>Valeur de l'entreprise dans 10 ans (exit)</b>	<b>5074,42</b>
Prévision de rendement pour l'investisseur en capital-risque	45,00%
Facteur de valeur actualisée	0,024
<b>Valeur de l'entreprise après injection de capital</b>	<b>123,51</b>
Investissement en capital-risque	25,00
<b>Valeur de l'entreprise avant injection de capital</b>	<b>98,51</b>
Part de l'investisseur en capital-risque	20,24%

reconnue, en tenant compte de manière appropriée de tous les facteurs entrant en ligne de compte (valeur substantielle, valeur de rendement, perspectives de rendement, conditions de concurrence, etc.). Les parties déterminent la valeur intrinsèque des actions au moins une fois par an après la présentation des comptes annuels.

formule», qui y est également mentionnée, n'a, par expérience, que peu d'importance, car l'administration fiscale refuse régulièrement de reconnaître les méthodes d'évaluation divergentes et rend ainsi impossible un «ruling».

- Dans un arrêt récent concernant les impôts sur le bénéfice d'une entreprise de services nouvellement créée, le Tribunal fédéral a lui aussi fait référence à la valeur substantielle<sup>21</sup>.
- Dans la littérature spécialisée, la plupart des auteurs doutent de la pertinence des méthodes axées sur le futur pour une évaluation objectivante des jeunes entreprises<sup>22</sup>. Dans ce contexte, la valeur substantielle est au moins discutée comme une alternative valable<sup>23</sup>.

Dans ce contexte, il convient tout d'abord de situer la notion de valeur substantielle<sup>24</sup>:

Il va de soi que la substance d'une entreprise est importante pour sa valeur. Il n'est pas nécessaire de se procurer ce qui existe déjà et cela permet aux investisseurs d'économiser des fonds. Dans le sens de ces dépenses économisées, la substance fait partie intégrante de toute méthode d'évaluation orientée vers le futur, y compris donc de la méthode DCF considérée comme la meilleure pratique<sup>25</sup>.

Dans les méthodes mixtes associant valeur de rendement et valeur substantielle (méthode dite du praticien), la substance est intégrée dans le calcul de la valeur en tant qu'élément distinct. Du point de vue de la théorie de l'évaluation, cela peut certes aussi être interprété comme un modèle de fonte des surprofits<sup>26</sup>. La perception dans la pratique est cependant souvent différente et considère la valeur substantielle comme un «facteur de sécurité... (et) une sorte de filet de sécurité»<sup>27</sup>.

Du point de vue d'un acheteur potentiel – et c'est là l'optique à adopter pour le calcul d'une valeur vénale –, la valeur substantielle est tout au plus pertinente en tant que valeur de recons-

truction. Celle-ci répond à la question de savoir combien il en coûterait de reconstruire l'entreprise en question «à partir de rien». Pour le vendeur, la valeur substantielle reflète également ce risque de reconstruction. Toutefois, il faudrait alors se baser sur des valeurs de remplacement ou de reconstruction et ne pas comptabiliser d'impôts latents. Comme il s'agit d'une évaluation individuelle sommaire, les effets de combinaison et le «goodwill» ne sont pas pris en compte. Le fait que la substance dans la Circulaire 28 soit déduite du bilan commercial ajusté en fonction des réserves latentes et des impôts différés est une simplification inexacte, mais qui peut être acceptée dans le cadre de procédures de masse.

L'exemple suivant montre ce que ces aspects ont à voir avec le travail pratique.

### 5.2 Exemple

Supposons, pour notre cas Snowflake SA, que les négociations avec les investisseurs échouent. Les fondateurs doivent mettre de côté les plans d'expansion et assurer le financement dans l'intervalle par des prêts d'actionnaires. L'un des trois fondateurs souhaite se dégager complètement de son engagement et vendre ses actions. Il a un acheteur potentiel en main. La convention d'actionnaires prévoit à cet effet ce qui suit:

#### → Droit de préférence ou de préemption

- 5.1 Les parties s'accordent mutuellement un droit de préférence ou de préemption sur toutes les actions de la société qui leur appartiennent actuellement ou qui leur appartiendront à l'avenir.
- 5.2 Le prix de préemption doit être le plus bas des valeurs suivantes:
  - la valeur intrinsèque des actions ou
  - le prix offert par un tiers.
 La valeur intrinsèque des actions est déterminée selon une méthode généralement

Alors que dans la phase de démarrage, l'avenir était certes incertain mais le modèle d'entreprise clair, dans la situation actuelle ce dernier est également encore inconnu. Même en tant que partisans avérés de procédures orientées vers le futur, nous déconseillons dans ce cas – en accord avec l'opinion citée plus haut – une telle entreprise et nous nous référons à la valeur substantielle.

Si l'on procède à un calcul de la valeur substantielle selon la Circulaire 28, il convient tout d'abord d'appliquer le principe de l'importance relative du bilan. Pour simplifier, supposons (1) qu'il n'y ait pas d'immobilisations corporelles importantes, (2) qu'aucune dépense de développement n'ait été inscrite au bilan et (3) qu'il existe également des cessions de rang pour les prêts d'actionnaires nécessaires au financement. Nous renonçons à illustrer cela par un bilan.

En ce qui concerne les valeurs immatérielles, particulièrement importantes pour les jeunes entreprises, la Circulaire 28 se contente d'indiquer que «les brevets, les droits d'édition, de licence, d'auteur, les marques commerciales, les procédés spéciaux de fabrication, etc. sont pris en considération au maximum au prix d'achat ou de revient, déduction faite des amortissements nécessaires. Avant tout, il y a lieu d'examiner la valeur économique du bien»<sup>28</sup>.

Si l'on se fonde sur cette considération, la valeur substantielle est rapidement calculée, car elle correspond au capital propre négatif et s'élève donc à zéro franc. Si ce résultat peut être acceptable du point de vue du contribuable, il n'est à notre avis pas approprié pour d'autres objectifs d'une évaluation objectivante (litiges en matière de régime matrimonial et de succession, indemnisation ou dommages-intérêts, etc.).

Le véritable objectif de l'évaluation, à savoir déterminer la «valeur intrinsèque» et donc la valeur vénale de l'entreprise – représentée par la somme des valeurs vénales de ses actifs et de ses dettes – à l'aide de la valeur substantielle<sup>29</sup>, n'est ainsi pas atteint<sup>30</sup>.

Pour le calcul de la valeur substantielle, il serait bon de ne pas se baser sur la valeur comptable des actifs et des dettes, mais sur leur valeur vénale ou leur valeur de marché, c'est-à-dire leur prix de marché potentiel<sup>31</sup>.

Cela ne pose aucun problème pour les actifs dont les prix du marché sont observables, comme les biens immobiliers ou d'autres immobilisations corporelles durables. Toutefois, il est peu probable de les trouver dans les jeunes entreprises. Dans la pratique, les actifs incorporels créés par l'entreprise elle-même, qui peuvent aller de processus de production brevetés ou non à des données sur les clients, en passant par des codes, sont plus importants.

Le fait qu'il n'existe pas de prix de marché pour de tels actifs – généralement appelés «données» – correspond à la perception générale et (encore) à la réalité. Il se peut que cela change. Ainsi, la Chine a qualifié les «données» de cinquième facteur de production dès 2021 et a créé pour elles une place de marché officielle, notamment avec la mise en place du Shanghai Data Exchange ([www.chinadep.com](http://www.chinadep.com)). Actuellement, quelque 300 actifs numériques y sont disponibles, des données météorologiques aux profils de candidature en passant par les itinéraires types pour la conduite autonome. D'ici 2025, leur nombre devrait passer à plus de 5000. Reste à savoir si cela sera possible. Actuellement, on constate que ce sont surtout des entreprises proches du gouvernement qui y proposent leurs données. Les entreprises privées craignent d'enfreindre la législation sur la protection des données en faisant du commerce et se tournent vers le marché gris ou noir<sup>32</sup>.

En l'absence de valeurs de marché et si l'on considère – comme c'est le cas ici – que la valeur substantielle est une valeur de reconstruction, il reste, du point de vue d'un tiers, leurs coûts de production en tant qu'estimateur possible des coûts de reconstruction (usuels sur le marché). À notre avis, les dépenses calculées peuvent également être prises en compte, dans la mesure où elles couvrent des dépenses non comptabilisées, mais nécessaires au regard du marché (par exemple un salaire d'entrepreneur en cas de rémunération non conforme au marché)<sup>33</sup>. Dans cette mesure, on peut également parler de «coûts du marché» pour l'approche de valeur ainsi trouvée (cf. figure 4).

**Figure 4: Valeur de marché, coûts de production et coûts du marché**



Le bilan ou le compte de résultat constitue également le point de départ de leur détermination. Toutefois, dans le cas des actifs immatériels, on ne se base pas sur le traitement comptable, mais sur les dépenses effectivement encourues à cet effet (qui se matérialisent en fait par les

pertes accumulées au passif). Pour que le but d'une évaluation objective soit atteint, trois conditions doivent à notre avis être remplies:

1. l'imputabilité: les dépenses doivent pouvoir être attribuées à des actifs concrets;
2. la pertinence en termes de valeur: ces actifs doivent apporter une contribution de valeur, soit au modèle d'entreprise existant, soit au modèle d'entreprise d'un tiers étranger;
3. cessibilité individuelle: sur le plan conceptuel, la valeur substantielle correspond à la valeur vénale des différents actifs et dettes, et les objets d'évaluation en question doivent donc également être cessibles.

Les conditions à remplir pour une évaluation objectivante de l'entreprise sont donc similaires aux règles générales de comptabilisation des actifs et aux exigences spéciales pour les apports en nature (art. 634 al. 1 CO). Elles intègrent en outre des éléments de méthodes d'évaluation acceptées pour les «données»<sup>34</sup>.

Le critère d'imputabilité est nécessaire pour distinguer les dépenses relatives à des actifs identifiables des investissements dans le «goodwill» (qui n'est pas transférable en soi). Il est important de reconnaître que l'identification de l'actif n'est pas la première étape, comme c'est le cas pour l'allocation du prix d'achat. Dans ce cas, il existe déjà un prix d'achat ou une valeur d'entreprise qu'il suffit de répartir entre les actifs repris.

Pour vérifier la pertinence de la valeur, il faut comprendre le modèle d'affaires de l'entreprise à évaluer. Cette évaluation a nécessairement une composante subjective.

Le critère de l'aliénabilité individuelle est d'autant plus décisif. Ce qui compte ici, c'est l'admissibilité effective et juridique d'un transfert, la possibilité théorique d'une séparation du patrimoine de l'entreprise n'étant à notre avis pas suffisante. Compte tenu de la protection de plus en plus stricte des données personnelles, cela exclura une grande partie des données relatives aux clients et aux utilisateurs de l'évaluation de la substance.

### 5.3 Appréciation

Il convient tout d'abord de préciser qu'avec notre proposition, nous quittons le terrain ferme de la «valeur substantielle à la valeur de continuation», enracinée dans la pratique suisse. Il s'agit pour nous de déterminer de manière objective une valeur de reconstruction: quel serait le coût normal du marché pour reconstruire les actifs (et les dettes) de l'entreprise. En conséquence, nous n'appliquons pas d'impôts différés, car ceux-ci ne seraient pas non plus dus en cas de reconstruction.

Une valeur substantielle ainsi calculée n'est qu'une valeur de reproduction partielle. «Partielle» car la valeur ajoutée résultant de l'inter-

action entre les actifs et les dettes est laissée de côté.

Outre l'imputabilité, c'est surtout l'aliénabilité individuelle qui sert à l'objectivation. Cela limite non seulement la prise en compte des données relatives aux clients et aux utilisateurs, mais aussi celle des pertes fiscales reportées. Aucun tiers ne leur attribuerait une valeur en raison de leur inaccessibilité<sup>35</sup>.

Il convient également de noter que le calcul de la valeur substantielle ne s'arrête pas à l'actif. La valeur substantielle – tout comme les fonds propres – valeur de solde et se calcule à partir de la valeur vénale des actifs, déduction faite de la valeur vénale des dettes. La valeur vénale des dettes de rang subordonné est régulièrement inférieure à la valeur comptable inscrite au bilan, ce qui aura pour conséquence d'accroître la valeur<sup>36</sup>. ■

#### → Pour résumer

Les jeunes entreprises n'ont pas de passé et leur avenir est incertain. Leur valeur est d'autant plus une question de point de vue, en ce sens qu'elle dépend du regard que chacun porte sur l'avenir. C'est là que les points de vue des fondateurs, des investisseurs et des tiers (non concernés) diffèrent. Selon le point de vue et le but de l'évaluation, différentes méthodes d'évaluation s'offrent à eux. La méthode utilisée par les fondateurs et les investisseurs ne joue finalement aucun rôle, car les deux parties doivent se mettre d'accord sur le prix. Il en va tout autrement lorsqu'une évaluation objectivante doit conduire à une juste pondération des intérêts. Dans ce cas, nous recommandons une évaluation à la valeur substantielle, fondée toutefois non pas sur des valeurs de continuation, mais sur des valeurs de reconstruction.

→ Sur le site web du TREX ([www.trex.ch](http://www.trex.ch)), le fichier Excel de calcul du modèle de la méthode Discounted Cashflow (DCF) et Venture Capital (VC) peut être téléchargé à côté de l'article.

<sup>1</sup> Il en va de même de l'appréciation de larges pans de la littérature spécialisée, voir à ce propos l'aperçu général proposé par Montani/Gervasio/Pulcini (2020): *Startup Company Valuation*, International Business Research, Vol. 13, No. 9, p. 31–45.

<sup>2</sup> Cf. Damodaran (2018): *The Dark Side of Valuation*, p. 275s.

<sup>3</sup> Cf. PwC (2023): *Venture capital market study 2023*, p. 43.

<sup>4</sup> Outre les auteurs déjà cités, voir p. ex. Hayn (2023): *Bewertung junger Unternehmen*, in: Peemöller (édit.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, p. 1151ss; Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020): *Praxiswissen Unternehmensbewertung*, p. 269s.

<sup>5</sup> Cf. Puca (2020): *Early Stage Valuation*, p. 148ss; Damodaran (2018): *The Dark Side of Valuation*, p. 277ss. Pour les modèles d'entreprise dont l'évolutivité est limitée (par exemple un restaurant qui vient d'ouvrir, un

- atelier de réparation automobile ou une entreprise de production), il est possible d'adopter une approche «bottom-up», c'est-à-dire d'établir une planification financière habituelle.
- <sup>6</sup> Cf. <https://de.statista.com/outlook/dmo/digitale-medien/videospiele/europa>.
- <sup>7</sup> À ce propos et concernant les valeurs qui suivent, cf. PwC (2023): *Venture capital market study 2023*, p. 34 ss.
- <sup>8</sup> Cf. PwC (2023): *Venture capital market study 2023*, p. 34 ss. Concernant d'autres méthodes d'évaluation de jeunes entreprises, voir Puca (2020): *Early Stage Valuation*, p. 108.
- <sup>9</sup> Cf. Puca (2020): *Early Stage Valuation*, p. 108.
- <sup>10</sup> Cf. Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020): *Praxiswissen Unternehmensbewertung*, p. 275.
- <sup>11</sup> Pour la prise en compte dans le calcul voir p.ex. Meitner/Prenzel/Kunitz (2023): *Bewertung von Start-ups und innovativen Geschäftsideen*, in: Peemöller (édit.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, p. 1345 ss.
- <sup>12</sup> Cf. EXPERTsuisse (2022), publication professionnelle *Évaluation d'entreprise*, cm. 13.
- <sup>13</sup> Cf. Jonas (2019): *Berufsständische Bewertungspraxis*, in: Fleischer/Hüttmann (édit.), *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*, § 3, N 2.
- <sup>14</sup> Cf. Moxter (1983): *Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung*, p. 26.
- <sup>15</sup> Dans les cas de fusion, le Tribunal fédéral considère le choix de la méthode d'évaluation comme une décision négociée de la direction, qui ne peut être contrôlée que de manière limitée par les tribunaux (Arrêt du TF du 21.3.2012 – 4A\_341/2011, consid. 5.1.4). Lors de l'évaluation des participations de collaborateurs, des calculs schématiques ont par exemple été reconnus, qui servaient dans le cas concret à la transparence et à la prévention des conflits, même s'ils pouvaient être discutables d'un point de vue économique (Obergericht du canton de Zurich du 25.2.2015, consid. III.6).
- <sup>16</sup> Arrêts du TF du 18.9.2013 – 2C\_309/2013, 2C\_310/2013, consid. 2.3.1. Cette tendance, que l'on retrouve également dans la jurisprudence allemande, y est aussi appelée «doctrine de la représentabilité», voir p.ex. Knoll (2017): *Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW*, p. 1.
- <sup>17</sup> Arrêt du TF 2C\_692/2014, consid. 2.4.2.
- <sup>18</sup> Arrêt du TF 4C.363/2000 du 3.4.2001.
- <sup>19</sup> Commentaire 2023 de la Circulaire n° 28, Instructions concernant l'estimation des titres non cotés en vue de l'impôt sur la fortune, du 28.8.2008, cm 32.
- <sup>20</sup> Cf. Circulaire n° 37, version du 30 octobre 2020, Imposition de participations de collaborateurs, section 3.2.2.
- <sup>21</sup> Cf. Arrêt du TF du 3.8.2023 (9C\_261/2023).
- <sup>22</sup> Cf. Bertl/Patloch-Kofler (2023): *Bewertung von Start-ups – Grundsatzfragen und Methodenanalyse*, RWZ 3/2023, p. 84 s., avec d'autres renvois.
- <sup>23</sup> Cf. Hayn (2023): *Bewertung junger Unternehmen*, in: Peemöller (édit.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, p. 1141.
- <sup>24</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023): *Update Unternehmensbewertung 2023*, EXPERT FOCUS d'octobre 2023, p. 556 s.
- <sup>25</sup> Cf. Sieben/Maltry (2023): *Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung*, in: Peemöller (édit.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, p. 853 ss.
- <sup>26</sup> Cf. Moxter (1983): *Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung*, p. 45 s.
- <sup>27</sup> Lanz/Bolffing (2005): *Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU*, p. 62.
- <sup>28</sup> CSI (2008): *Instructions concernant l'estimation des titres non cotés en vue de l'impôt sur la fortune – Circulaire n° 28 du 28 août 2008*, cm 26.
- <sup>29</sup> Concernant la concordance entre les notions de «valeur substantielle» et de «valeur vénale», cf. Hüttche/Schmid (2023): *Unternehmensbewertung in der Schweiz*, p. 23.
- <sup>30</sup> Bien entendu, cette méthode ne permet pas de saisir les effets de synergie qui résultent de l'interaction de ces éléments, mais c'est là l'inconvénient méthodologique de la méthode de la valeur substantielle par rapport aux méthodes des résultats futurs.
- <sup>31</sup> Au sujet de la définition de la valeur vénale comme valeur de marché et prix potentiel de marché, voir EXPERTsuisse (2022): *publication professionnelle Évaluation d'entreprises*, cm 15.
- <sup>32</sup> Cf. *Financial Times* du 27.12.2023, <https://www.ft.com/content/eab7c43a-e4a0-464b-a5d4-d71526dd2e8b>.
- <sup>33</sup> La prise en compte des coûts calculés – par exemple des amortissements calculés – est également considérée comme admissible lors de la détermination des coûts de production comptables selon le CO (cf. MSA, tome *Tenue de la comptabilité et présentation des comptes*, 2023, Partie III n° 222, p. 175).
- <sup>34</sup> Concernant d'autres méthodes d'évaluation, voir p.ex. Fleckenstein/Obaidi/Tryfona (2023): *A Review of Data Valuation Approaches and Building and Scoring a Data Valuation Model*, *Harvard Data Science Review*, Issue 5.1, p. 7.
- <sup>35</sup> Cf. Creutzmann (2023): *Theorie und Praxis des Net Asset Value bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften*, in: Petersen/Zwirner/Zimny (édit.), *Handbuch Unternehmensbewertung*, n° 86, p. 472.
- <sup>36</sup> Cf. Hüttche (2021): *Auswirkungen eines Forderungsverzichts auf den Unternehmenswert*, EXPERT FOCUS d'avril 2021, p. 124.