



DOSSIER

Culture digitale : enfin ?



PORTRAIT

Charles-René Tandé,
Président de l'Ordre
des experts-comptables

ACTUALITÉS

Climat des affaires :
chronique d'un choc de confiance
Les robots vont-ils financer
notre retraite ?

ACTUALITÉS

Tribune 6

Climat des affaires : chronique
d'un choc de confiance

PAR **PHILIPPE DUPUY**

Les robots vont-ils financer
nos retraites ?

PAR **JEAN-FRANÇOIS ESTIENNE**

Acquérir une start-up

PAR **LUC FARRIAUX**

Portrait 12

Charles-René Tandé
président du Conseil supérieur
de l'Ordre des experts-comptables

INTERVIEW RÉALISÉE PAR YVON FARNOUX



DOSSIER

**Culture
digitale :
enfin ?** 16

ŒIL DU FINANCIER 35

PAR **ALBAN EYSSETTE**

EXPERTISES

Financement et trésorerie 36

Créances et rebond : Comment aboutir à la convergence
des intérêts contradictoires des créanciers face à une entreprise
en situation de défaut potentiel ou avéré ?

PAR **VÉRONIQUE DOBELLE**

Gestion des risques et contrôle interne 38

Quels outils au pied du Sapin ?

PAR **FRANÇOIS NOGARET**

Droit et fiscalité 40

Les nouvelles mesures TVA : adaptation rapide requise

PAR **THOMAS QUATREVALET**

Hommes et management 42

Télétravail en mode confinement : comment le vivre au mieux

PAR **BÉNÉDICTE MERLE**

RSE 44

Reporting RSE : contrainte réglementaire
ou opportunité de transformation

PAR **CHRISTOPHE LE SIRE ET HERVÉ GBEGO**

International 46

Cross-cultural management
Lessons of Wisdom from Southeast Asia [SEA]

PAR **FRÉDÉRIC REGOTTAZ**

ACTU DFCG

En bref 52 Agenda 54 Bienvenue 55

LIRE 56

EN APARTÉ 58

Nicolas Fouquet : Directeur financier et Prince du management

PAR **ANNE VERMÈS**

Acquérir une start-up

ou comment éviter que la grenouille ne se fasse plus grosse que le bœuf

Les startups qui fonctionnent sont souvent acquises par des sociétés classiques¹ mais à des valeurs pouvant faire frémir les dirigeants de PME et d'ETI. Ces unes journalistiques sont-elles le signe d'une réalité de volume ou ne représentent-elles que la face émergée de l'iceberg ?

Avoltapartner² indique qu'en 2019 les valeurs médianes des startups cédées ressortent à 26 m€ soit environ 3 fois le chiffre d'affaires et 12,5 fois l'EBITDA annuel. La différence en multiple n'est pas négligeable avec l'indice Argos Wityu³ (10x l'EBITDA sur la même période). Cependant dans l'hypothèse d'un EBITDA de 1m€ cela revient à investir 12,5m€ au lieu de 10m€, ce qui n'est pas de nature à rendre une opération infaisable.

Mais alors pourquoi les grands groupes en sont-ils plus souvent les acquéreurs que les PME/ETI ?

Soulignons d'emblée que le track-record à l'achat des grands groupes n'est pas nécessairement très positif et que les échecs sont médiatisés. Prenons le cas de 1001 listes par exemple, racheté 20 m€ par TF1 en 2006 (pour un CA annoncé de plus de 25 m€) et revendu avec une lourde moins-value en 2011. À cette date, la société ne réalisait que 15 m€ de CA et pour un EBE de -2,6 m€. La reprise par les Galeries Lafayette n'a pas stoppé la descente puisque le CA 2014 était de moins de 5 m€. Les exemples de ce type sont nombreux et rappellent qu'acquérir une start-up reste risqué, la rentabilité n'est pas prouvée sur au moins un marché⁴.

Comme toujours dans l'échec d'une opération de M&A on retrouve deux éléments clés : l'acquéreur paie trop cher une entreprise dont il ne sait pas exactement ce qu'il va faire. En dehors de déclarations générales sur le potentiel ; il n'y a finalement pas de plan concret prévu pour rentabiliser l'acquisition⁵.

Mais alors, si on est une PME ou une ETI, que faire et comment ?

Acquérir une start-up c'est, sauf exception, une opération abordable⁶ mais qui n'est pas relative sans prendre en compte des synergies. Posons-nous un instant sur le côté dilutif de l'opération : Si votre PME/ETI vaut 6 ou 7x l'EBITDA, c'est sans doute un challenge de convaincre vos partenaires financiers actionnaires ou banquiers qu'il est pertinent d'acquérir une start-up à 12 fois l'EBITDA... Si vous savez élaborer un plan chiffré et argumenté, vous serez certainement convaincant pour justifier d'une création de valeur adéquate pour vos actionnaires.

La stratégie alternative : s'intéresser aux startups qui n'ont pas connu le succès

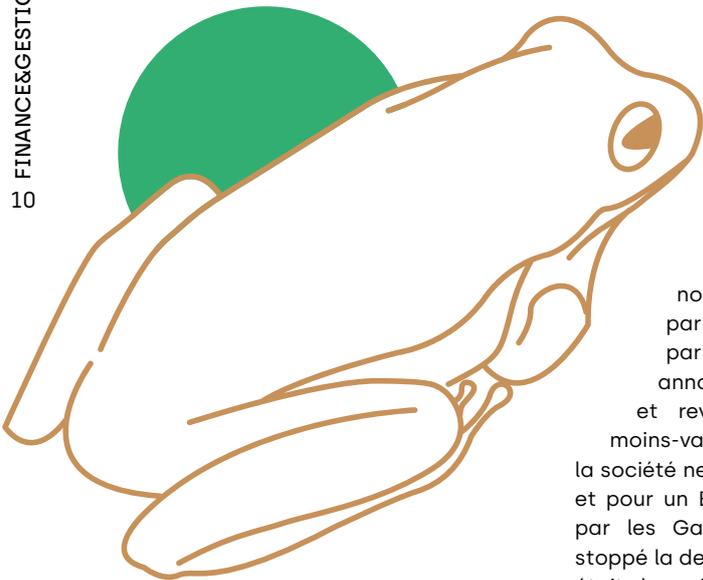
Rappelons que 80 à 90 % des startups sont des échecs... et que l'échec prend des formes multiples.

POINTS À RETENIR

Acquérir une start-up c'est chiffrer les gains futurs et avoir une vision précise de la valorisation du potentiel. Ce n'est pas de la poésie : il s'agit de transformer une valeur d'acquisition en EBITDA.

C'est l'échec d'une ambition : c'est la constatation que l'entreprise n'a pas réussi à trouver un marché à la hauteur des attentes de ses actionnaires et donc une rentabilité et une valeur satisfaisante. Lorsque l'entreprise a fait «Start» mais au final pas «Up», il faut acter de l'échec d'un potentiel de croissance. Ceci ne conduit pas irrémédiablement à une fin de l'entreprise mais à une performance moyenne ou insuffisante durable qui pousse les actionnaires à envisager une cession «a minima» comme seule issue viable.

C'est parmi ces entreprises «entre deux eaux» que devraient se trouver les startups cibles pour les PME et ETI. Elles peuvent receler pour un acquéreur un potentiel d'utilité sous la forme d'une technologie pertinente que l'en-



PAR **LUC FARRIAUX**

Gérant de FL Finance & Développement et auteur de Générer du cash (éditions Eyrolles/DFCG).

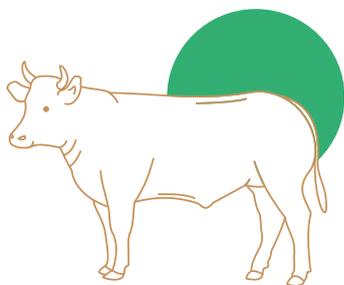
POINTS À RETENIR

Envisager d'acquérir une start-up qui n'a pas fait UP ; c'est une réflexion pertinente mais différente d'une opération de M&A classique

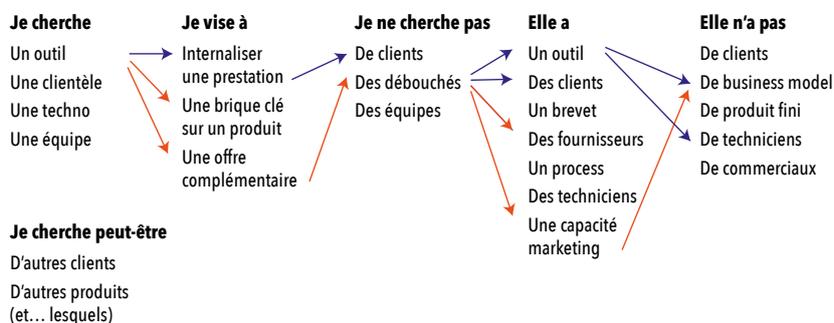
reprise n'a pas su vendre, d'un produit arrivé trop tôt sur le marché... Pour autant que les fondateurs et les investisseurs en aient conscience, ils ne seront plus à la recherche de valeurs élevées liées à un potentiel de développement important mais auront un objectif de récupération partielle des montants investis. En d'autres termes l'alternative des actionnaires est devenue céder au mieux ou se résoudre à fermer et tout perdre.

Comment mesurer ce potentiel d'utilité ? Une illustration pratique

Imaginons une société qui a développé une offre en ligne pour gérer des travaux de pose en B2C et petit B2B... Dans le cadre de la digitalisation des services, de l'économie du partage et de la mise en relation, ce type de start-ups fleurissent sur de multiples secteurs. Notre société exemple possède un outil qui fonctionne, une base de poseurs particuliers et professionnels ; elle a aussi signé quelques partenariats avec des distributeurs de bricolage. La concurrence est rude sur ce secteur où les clients vont au moins cher, les fournisseurs, au plus cher et où la tentation de conclure une transaction hors de la plateforme est grande. Un intervenant sur ce secteur tente une levée de fonds de 5 à 10m€ mais deux autres sont déjà plus avancés, ce qui vient refroidir l'ardeur des investisseurs (cf F&G N°373). Constant l'échec de la levée de fonds, les dirigeants et les investisseurs actionnaires sont contraints à une cession comme seule alternative à végéter ou fermer.



Qui peut être intéressé et comment valider cet intérêt ?



Le graphique ci-dessus propose un cadre d'analyse pour un acquéreur PME ou ETI. Il s'agit de comparer ce que l'on peut chercher en tant qu'acquéreur (et qui est différent pour chaque entreprise potentiellement intéressée à acquérir) à ce dont l'entreprise visée dispose ou au contraire n'a pas.

Un intervenant de la Grande Surface de Bricolage cherchera un outil de gestion d'une base de poseurs et ne se limitera pas au mobilier... il ne cherchera pas nécessairement des clients mais plutôt à faciliter l'achat de ses produits par ses propres clients ; ledit achat étant facilité par l'existence même du service. Il n'a pas besoin de développeurs pour faire évoluer et maintenir l'outil (il a ses propres informaticiens). Le fait que la société n'ait pas de business model rentable n'est pas un handicap. Ce type d'acquéreur se positionnera plutôt sur la ligne bleu du schéma.

Imaginons un acquéreur totalement différent : une société de facility management de 50/80m€ de CA qui cherche à développer une offre maintenance PME / Commerces. Elle a besoin d'un outil de gestion, de fournisseurs capables d'exécuter la prestation, d'informaticiens et d'une capacité de marketing digital. Ici l'acquéreur situera son analyse plutôt sur la ligne orange. Un distributeur en ligne de produits de bricolage comme Manomano aura probablement une analyse encore différente.

Le secret d'une acquisition réussie d'une start-up qui n'a pas rencontré le succès escompté repose dans cette analyse : ce concentrer sur ce que je cherche versus ce qu'elle a qui m'intéresse, regarder ce qu'elle n'a pas (et vérifier que je n'en ai pas besoin) et surtout ne pas se laisser griser par ce qu'elle a qui ne m'intéresse pas. Le tableau ci-dessus peut aider et il doit être construit sur mesure faute de quoi on risquera de s'apercevoir que ce qui nous semblait faire la valeur de la société, pour « nous acquéreur », n'était pas réellement là. Enfin l'enjeu opérationnel est d'intégrer l'équipe et de motiver le dirigeant à vous accompagner dans la durée.

Conclusion

Acquérir une start-up obéit aux règles de toute acquisition : elle crée de la valeur lorsqu'elle est bien réfléchie, mesurée et bien exécutée. C'est plus risqué qu'acquérir une entreprise classique car le passé n'est pas un bon indicateur de la performance future. Être à l'affût des startups potentiellement intéressantes permet de se positionner au bon moment, que ce soit en partenaire d'un développement futur ou en solution de sortie honorable pour ses dirigeants et ses actionnaires, et rentable pour vous. ■

1— Classique par opposition à Start-up et donc existant depuis plus de 10 ans, rentables et qui ont trouvé et prouvé l'existence d'un marché pérenne.

2— Etude des sorties FrenchTech <http://www.avoltapartners.com/tech-exit-transaction-multiples-2019/#more-2200>

3— <https://argos.wityu.fund>

4— Manomano vient de lever 125m\$ mais rappelle que la société est rentable sur son premier marché <https://www.maddynews.com/2020/01/27/manomano-leve-125-millions-euros>.

5— Rapport d'activité TF1 2006 page 11 : L'intégration de 1001 listes contribuera de manière significative à la croissance du chiffre d'affaires... et page 26 « une présence Internet forte, un modèle novateur, et un potentiel de développement important »

6— Pour un CA de 3m€ et un EBITDA de 800k€, la valeur sera en général comprise entre 9 et 11m€.