



## ANALYSE

### AVIS D'EXPERT

# Build-up tech: comment confirmer la création de valeur lors des due diligences ?



**RAPHAËLLE D'ORNANO,**  
D'ORNANO + CO

Le build-up de sociétés technologiques est un exercice complexe, lequel doit être audacieux. Ses spécificités doivent être appréhendées lors de la phase de due diligence.

**L**es GAFAM ont réalisé à ce jour plus de 800 acquisitions et ce rythme s'est poursuivi dans un contexte de crise sanitaire. Si toutes ces acquisitions ne sont pas un succès, ces paris sur des actifs technologiques leur ont permis d'étendre leur présence sur de nouveaux marchés, de nouveaux produits et de nouveaux horizons technologiques. Qu'en est-il pour les participations de fonds d'investissement ? En quoi les opérations de build-up revêtent-elles des caractéristiques bien distinctes à appréhender en amont ? Contrairement aux méga-deals réalisés par les GAFAM, et à l'exception de certaines opérations exceptionnelles de croissance externe permettant à certains groupes d'aller jusqu'à doubler de taille, la plupart des build-up relèvent du « micro-cap », i.e., des deals de plus petite taille qui apportent des capacités de niche à des plateformes existantes.

#### UN EXERCICE COMPLEXE

Tout d'abord, disons-le, la mise en œuvre d'un build-up technologique est un exercice périlleux. Cela résulte à la fois d'une forte valorisation de ces actifs (et donc pour lesquels la thèse de relation habituelle n'est pas évidente), combinée à une difficulté d'accès à une information parcellaire et suffisamment précise en raison de la taille ou du stade de maturité de la cible.

Il est d'abord nécessaire de se convaincre de la valorisation de l'actif, exercice rendu complexe car la création de valeur s'apprécie non en stand-alone, mais dans une approche intégrée, en retenant l'impact positif au niveau de la plateforme. Ensuite, lorsque la cible est une start-up, la création de valeur doit s'apprécier différemment, et ce par rapport à une société mature. La valorisation reposera non pas sur un multiple EV/Ebitda, mais sur un multiple EV/ARR, ce revenu récurrent constituant très souvent le socle de valorisation d'une société technologique à forte croissance.

#### UN IMPÉRATIF D'AUDACE

Du fait de sa complexité, le build-up technologique se doit d'être audacieux et poser les bases d'une rupture technologique à plus grande échelle.

Tout l'enjeu se trouve dans la brique technologique apportée par l'opération, laquelle peut avoir un impact sur la plateforme dans son ensemble et s'inscrire dans la transformation digitale de celle-ci, largement accélérée par les ruptures induites par la crise du Covid-19. L'intégration de l'insurtech Comparadise, plateforme de comparaison d'assurances au sein du groupe April, un leader dans l'assurance et les services financiers, en est un bon exemple.

Dans d'autres cas, le critère de réussite de l'opération dépendra seulement de la capacité d'innovation « horizontale » permise par l'acquisition de technologies nouvelles et disruptives. L'opération sera alors une manière d'apporter au monde du private equity toute l'innovation technologique issue de l'écosystème de la French Tech à un moment où ces sociétés ont pu gagner en maturité et aller au-delà du cycle de vie du capital-risque.

#### DES FONDAMENTAUX À SÉCURISER

Dans ces conditions, une approche chirurgicale lors des due diligences, reposant sur une compréhension à 360° du modèle économique de la cible, paraît requise pour corroborer la valeur de l'actif retenue, et sécuriser la thèse d'investissement dans son ensemble.

D'un point de vue financier, il faudra s'interroger sur la dynamique de génération et de croissance du revenu récurrent, lorsque celui-ci n'est pas embryonnaire, en procédant à une analyse simultanée de la facturation, de la base clients (notamment via une étude des cohortes) et des contrats clients, afin d'éviter toute survalorisation éventuelle.

D'un point de vue juridique, l'étude de la propriété intellectuelle retiendra le cœur de l'attention. L'analyse in concreto de la nature et de la titularité des développements (de logiciels) devra être faite avec précaution afin de s'assurer du transfert effectif des droits associés.

Enfin, en matière fiscale, il pourra être opportun de comprendre la valorisation induite par l'existence d'importants déficits reportables le cas échéant et de sécuriser leur imputation dans le cadre de la structuration juridique du deal. ■