

Mesures des performances du capital-investissement en France

Charles Soullignac,

Chargé de mission, CDC-Participations

Le capital-investissement peut se définir comme un apporteur à la fois de capitaux pour le développement des entreprises et de collaboration auprès de leurs dirigeants dans l'espérance d'un accroissement de la valeur de cette entreprise. Ce mode de financement du développement des entreprises, dont l'essor date du début des années 1980 entrera probablement dans une phase de maturité dans les années 1990.

79

La connaissance des performances financières de structures de capital-investissement apparaît donc appropriée : le premier cycle (7 années) de vie de certaines structures est en train de se terminer ; des besoins de capitaux seront nécessaires pour le développement de ces différentes structures d'investissement.

Au-delà du chiffrage des performances financières plusieurs questions se posent :

- Quels sont les indicateurs de mesure de performances financières à utiliser ?
- Quelles méthodes utiliser pour valoriser le portefeuille de participations détenues par ces structures d'investissement ?
- Quel est le niveau de rentabilité pour un investisseur, qui a le choix entre plusieurs offres du capital-investissement et d'autres placements ?

Naissance du capital-investissement en France

Le capital-investissement est né sous la forme du *venture capital* aux USA à la fin de la Seconde Guerre mondiale. L'objectif de cette activité était de soutenir financièrement les entreprises ayant des programmes militaires technologiques. Le *venture capital* (traduit de manière incorrecte en français par capital-risque) a été appliqué en France de manière différente.

Le capital-investissement a été introduit en France en 1955 de manière publique par la création de SDR (Société de développement régional). Cette activité est demeurée durant 25 années très marginale pour les SDR qui ont eu principalement une activité de prêteur aux entreprises.

Pour répondre aux besoins en capitaux des entreprises, les pouvoirs publics au début des années 1970 ont pris des initiatives pour le développement d'une telle activité : création de l'IDI en 1979, loi sur la création des Sociétés financières d'innovations en 1972, création des Instituts régionaux de participation en 1977.

Le démarrage du capital-investissement s'est donc effectué de manière privée à partir du milieu des années 1970. Son essor a cependant été déclenché au début des années 1980 par des mesures incitatives des pouvoirs publics.

Les principales mesures ont été les lois du 3 janvier 1983 sur la création des Fonds communs de placement à risque (FCPR) et celle du 11 juillet 1985 sur la création des Sociétés de capital-risque (SCR).

D'autres mesures ont indirectement contribué à l'essor de cette activité : créations en 1982 de la SOFARIS (Société française d'assurance-risque) et celle, le 1^{er} février 1983, du Second marché ; enfin la loi du 9 juillet 1984 modifiée le 17 juin 1987 sur la Reprise d'entreprises par les salariés (RES).

La définition possible de l'intervention en capital-investissement serait l'injection de capitaux dans des entreprises récentes ou âgées, proches d'une phase de croissance et ayant des perspectives de développement importantes. Les objectifs d'intervention sont des plus-values à moyen terme avec une collaboration active entre le capital-investisseur et l'entreprise.

Le capital-investissement apporte donc plus que des capitaux. Leur rémunération peut être aléatoire tant en risque final que dans le temps.

Fonctionnement du capital-investissement

Les fonds destinés à être investis dans des entreprises sont en général apportés par des institutionnels et des personnes physiques. Les souscripteurs personnes physiques bénéficient d'avantages fiscaux par rapport au droit commun, sous condition de détention de leur participation pendant cinq années et de réinvestissement des dividendes.

Ces fonds sont logés dans plusieurs formes de structures d'investissement dont les principales sont les FCPR (Fonds commun de placement à risque), la SCR (Société de capital-risque) et la Société anonyme.

Les structures peuvent être qualifiées d'indépendantes : aucun actionnaire de la structure d'investissement n'est majoritaire ; ou de captives : un actionnaire, généralement un établissement financier, bancaire ou industriel, est majoritaire.

La gestion de telles structures est confiée à une société de gestion. Un mandat de gestion régit le lien entre la structure d'investissement et la société de gestion.

Le gestionnaire de la structure est rémunéré par une commission de gestion (environ 2,5 % du montant des fonds) et par un pourcentage des plus-values réalisées (habituellement 20 %). Evidemment ces commissions varient d'une structure à l'autre, d'autres commissions peuvent également être prélevées.

Les interventions du capital-investissement peuvent être classées en 5 grandes catégories :

Seed-money : financement de la recherche, du développement, de l'estimation d'un concept.

Start-up : financement pour le développement d'un produit, du marketing. La société à ce stade a réalisé très peu de vente.

Expansion : financement de la croissance interne (capacité de production, développement de produits, part de marché), de la croissance externe (acquisition d'entreprises nationales) ou de la croissance internationale (acquisition d'entreprises internationales). La société a en général dépassé son point mort en terme de chiffre d'affaires.

Reclassement des titres : achat d'actions d'une société auprès d'actionnaires souhaitant se désengager.

Management buy-out et buy-in : financement pour la reprise d'une entreprise par les cadres de l'entreprise (*buy-out*) ou par des managers extérieurs (*buy-in*).

Les entreprises non cotées de tous secteurs d'activité constituent les cibles principales du capital-investissement. Depuis peu, certaines structures s'intéressent aux petites entreprises cotées du type second marché ou USM.

L'obtention de la plus-value s'effectue par la cession de la participation lors de l'acquisition de tout ou partie du capital par un industriel ; de la reprise du capital de la société lors d'un management *buy-in* et *buy-out* ; d'une introduction en Bourse d'une partie du capital de la société.

81

Les interventions du capital-investissement se distinguent aussi par leurs formes en matière d'accompagnement et de suivi de l'entreprise dans laquelle l'intervention a été effectuée.

Ainsi, plusieurs modes de collaboration avec l'entreprise peuvent être définis :

Hands off : les gestionnaires de la structure d'investissement suivent la participation sans intervenir dans la gestion de l'entreprise.

Hands on : les gestionnaires de la structure conseillent le dirigeant de l'entreprise, notamment dans sa stratégie, l'aident sur certaines fonctions de l'entreprise.

Hands in : les gestionnaires assurent eux-mêmes la totalité ou certaines fonctions de la direction de l'entreprise.

Poids du capital-investissement en Europe

Les informations chiffrées ci-dessous sont extraites du rapport annuel 89 de l'EVCA (European Venture Capital Association).

Cette association regroupe certains capital-investisseurs de 16 pays européens. Elle réalise annuellement une étude sur l'évolution du capital-investissement dans ces différents pays.

L'importance de l'activité du capital-investissement peut se définir par deux principaux montants que sont les capitaux levés et les capitaux investis.

Le montant des capitaux levés à fin 1989 est de 23 milliards d'Ecus et de 5,8 milliards d'Ecus pour l'année 1989 (soit 66 % par rapport à 1988). Pour

DOSSIER : LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

l'année 1989, le Royaume-Uni a levé 3,6 milliards d'Ecus et la France 1,6 milliards d'Ecus. Les structures proches des banques ont levé 1,8 milliard d'Ecus. L'apport des capitaux étrangers à l'Europe principalement américains et japonais a progressé en passant de 9,1 % à 24,4 % des fonds levés.

Le montant des investissements réalisés à fin 89 est de 12,5 milliards d'Ecus et de 4,3 milliards d'Ecus (soit 24 % par rapport à 1988).

Sur les 5 440 opérations réalisées en 1989, la catégorie « Expansion » représente 55 % et le management *buy-in* et *buy-out* représente 20 %.

12 % des investissements sont réalisés hors des pays d'origine de la structure. Les désinvestissements ont été de 1,4 milliard d'Ecus en 1989.

Les principaux secteurs d'activité investis au cours de l'année 1990 sont les biens de consommation (31 %) et l'industrie (10 %). De 1984 à 1989, l'activité capital-investissement a évolué comme suit en milliards d'Ecus :

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Fonds levés	3,6	5,2	9,1	13,6	17,1	23,0
Nouvelles structures			1 882	2 958	3 483	5 813
Investissements/an	0,7	1,4	1,9	2,8	3,5	4,3
Portefeuille	2,7	4,3	5,7	7,8	9,5	12,5

82

MONTANT DES CAPITAUX LEVÉS ET INVESTIS DANS LES PAYS EUROPÉENS (en M. d'Ecus)

	Capitaux levés		Capitaux investis	
	pour l'année 1989	à fin 1989	pour l'année 1989	à fin 1989
Grande-Bretagne	3 195,7	12 805,0	2 425,5	6 689,0
France	1 622,0	4 327,7	858,4	2 136,6
Pays-Bas	165,2	1 391,7	176,1	897,8
Italie	229,8	1 102,9	258,8	688,0
RFA	225,2	861,1	231,8	526,5
Belgique	62,1	607,0	78,8	503,8
Espagne	69,0	523,2	84,4	375,5
Suède	33,4	253,2	37,8	133,2
Suisse	34,0	235,9	30,1	154,2
Irlande	22,0	224,4	36,9	155,8
Danemark	8,1	204,5	18,8	117,7
Finlande	31,4	168,8	7,7	26,5
Portugal	105,6	120,2	13,6	18,6
Norvège	0,2	60,0	1,1	34,2
Autriche	2,1	43,7	7,5	25,2
Islande	5,7	26,0	2,6	11,4

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE

Poids du capital-investissement en France

300 structures de capital-investissement sont gérées par 200 sociétés de gestion. L'EVCA fournit des informations pour l'activité de chaque pays européen. Les informations pour la France fournies par l'EVCA se résument comme suit (en milliards de F) :

	à fin 1989	pour l'année 1989
Montant des capitaux levés	30,3	11,4
Montant des investissements	15,0	6,0

Les désinvestissements ont représenté en 1989 1,6 milliard de FF en accroissement de 128 % par rapport à 1988. En 1989, 1 452 opérations ont été effectuées (+ 12 % par rapport à 1988) pour un montant moyen d'investissement de 4,1 millions de francs (+ 13,9 % par rapport à 1988).

93,2 % des montants investis en 1989 l'ont été en France.

L'AFIC (Association française des investisseurs en capital-risque) regroupe 80 sociétés de gestion.

Les principales informations fournies dans le rapport annuel 1989 se résument ainsi (en milliards de FF) :

	1989	évolution 1988
Montant des capitaux levés	2,8	+ 40 %
Montant des investissements	2,8	32 %
Nombre d'investissements	1 064	53 %
Nombre de sociétés financées	663	49 %

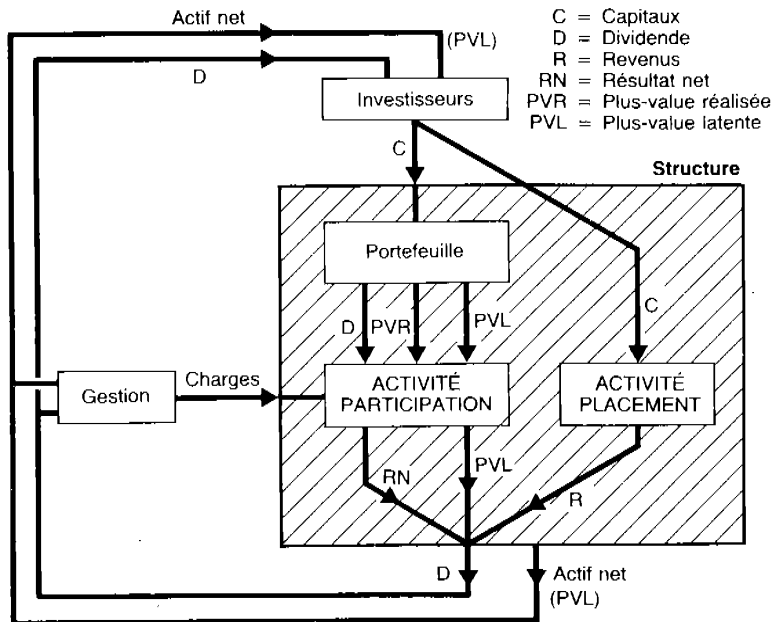
La détention du capital des PME par les structures d'investissement peut être estimée de 3 % à 4 % en nombre des PME. En fin 1988, 4 500 PME françaises (10 à 499 salariés) avaient fait appel au capital-investissement. Sur les 150 000 PME françaises, le marché potentiel serait d'environ la moitié.

Cependant, du fait de la réticence de certains dirigeants d'entreprises envers ce type d'intervention, de la sélectivité des capital-investisseurs, le marché paraît limité au maximum à 37 000 entreprises.

Le marché du capital-investissement offre ainsi des possibilités de développement pour les structures présentes. Cependant, l'évolution de l'activité devrait se faire à un rythme plus faible que par le passé soit environ 15 % par an.

GRAPHIQUE 1

FLUX FINANCIERS DANS UNE STRUCTURE D'INVESTISSEMENT



84

Les flux financiers dans une structure d'investissement

Les fonds mis à la disposition des gestionnaires sont investis dans des entreprises. Progressivement, un portefeuille de participations est constitué. Ce portefeuille de participations sécrète des dividendes et des plus-values lors des cessions de ces participations. Il présente également des plus-values latentes.

Pour assurer cette activité de prises de participations, l'équipe de gestion reçoit de la part de la structure une commission de gestion. Cette activité de prises de participations avec les revenus et les charges afférentes a été dénommée activité de participation.

Les fonds non investis dans des participations constituent l'activité-placement. Si, pour un objectif de capital final, la totalité des fonds sont apportés à l'origine, les revenus de l'activité-placement seront plus importants que ceux de l'activité-participation durant les premières années.

Si les fonds sont apportés au fur et à mesure des besoins dans les participations, les revenus de l'activité-placement seront marginaux par rapport à ceux de l'activité-participation. L'activité de capital-investissement est donc participation et placement.

Les indicateurs des performances financières

Contrairement à d'autres types d'activités et de placement, aucun consensus ne s'est effectué sur la mesure des performances financières des structures de capital-investissement. Cette absence d'indicateurs reconnus est peut-être un manque de recherche et d'accord sur les concepts et les modes de détermination de telles performances.

La réflexion sur la mise en place d'indicateurs de mesure de performances financières du capital-investissement apparaît particulièrement opportune en 1990, du fait, d'une part, d'une antériorité significative d'environ six années de fonctionnement de telles structures et, d'autre part, d'une maturité probable d'une telle activité dans la décennie 90, avec cependant une évolution prévisionnelle de 15 à 20 % par an.

Objectifs d'une mesure des performances financières

Pour les gestionnaires de structure de capital-investissement, de tels indicateurs permettraient d'orienter les structures en fonction de différents critères :

- le type de véhicule : FCPR, SCR... ;
- le segment d'activité : capital-risque, capital-développement, capital-transmission ;
- le secteur d'activité des cibles : multi-secteur ou spécialisation ;
- la taille des cibles... ;
- le pays de la cible.

Pour les investisseurs, de tels indicateurs permettraient :

- la détermination d'une politique d'apport des capitaux dans les structures ;
- un jugement fondé sur des bases objectives entre les performances des structures investies ;
- la sélection des projets de création de structures ;
- la comparaison avec d'autres types de placements.

La définition d'indicateurs homogènes et pertinents constituerait un outil de mesure des performances financières commun aux gestionnaires et aux investisseurs.

Détermination d'indicateurs

Des études sur les performances des structures de capital-investissement ont été réalisées par des étudiants d'écoles de gestion, en relation avec des gestionnaires de structures.

Les principaux indicateurs mis en évidence ont été :

$$\text{-- la rentabilité financière} = \frac{\text{bénéfice}}{\text{situation nette}}$$

$$\text{-- le rendement} = \frac{\text{résultat net de l'activité-participation}}{\text{investissement de l'activité-participation}}$$

Ces ratios ont été analysés année par année. Tout en rendant hommage aux auteurs de ces études, qui ont le mérite d'être les premiers à réfléchir sur ce sujet, deux remarques peuvent être portées sur de telles approches :

— la non-prise en compte du caractère acyclique en terme d'investissement et d'activité du capital-investissement. Une prise de participation secrète peu ou pas de dividendes, et la plus-value de cession d'une telle participation n'apparaît en général qu'à l'horizon de trois à six années. En général, le compte de résultat de la seule activité-participation est déficitaire sur une période de 3 à 6 années. La mesure annuelle est donc inadaptée ;

— la non-prise en compte des plus-values latentes des participations non encore cédées. Au fil des années, les participations subissent une amélioration ou une détérioration par rapport à leurs coûts d'acquisition. Ce potentiel, constitué par les plus ou moins-values latentes évaluées avec prudence doit donc être pris en compte. Les règles comptables en vigueur comptabilisent les moins-values, mais ignorent les plus-values latentes. Exclure ces plus-values latentes paraît un non-sens face à la nature de l'activité.

Pour répondre à ces deux remarques, deux catégories d'indicateurs ont été employées (*cf. annexe*) : le taux de rendement interne. Cet indicateur a été appliqué au portefeuille de participations à l'activité de participation, à l'investissement de l'investisseur ; la récupération du capital investi.

La valorisation du portefeuille de participations

La valorisation du portefeuille met en évidence les plus ou moins-values latentes détenues par la structure d'investissement. La connaissance de la méthode de valorisation est donc nécessaire pour la détermination de la performance intérimaire afin de connaître l'évolution du FCPR ou du SCR dans le temps.

La méthode de valorisation du portefeuille de participations est primordiale pour déterminer la prime d'émission lors d'une augmentation de capital de la structure et pour la détermination de la valeur de la part (FCPR) ou de l'action (SCR) lors de l'entrée d'un nouvel actionnaire ou la sortie d'un ancien.

Au cours des deux dernières années, plusieurs organismes professionnels du capital-investissement aux USA, en Europe et en France, ont établi des recommandations pour l'évaluation des titres détenus par les structures.

RECOMMANDATIONS DE TROIS ORGANISMES

	EYCA (European Venture Capital Association) Europe	NVCA (National Venture Capital Association) USA	COB-CNC (Commission opérations boursières - Conseil National comptabilité) France
Catégories d'investissement	<ul style="list-style-type: none"> — Sociétés non cotées immatures — Sociétés non cotées matures — Sociétés cotées 	<ul style="list-style-type: none"> — Sociétés non cotées — Sociétés cotées 	<ul style="list-style-type: none"> — Titres de participation — Autres immobilisations financières — Titres immobilisés de l'activité de portefeuille — TIAP — Valeurs mobilières de placement
Principes généraux de valorisation	<ul style="list-style-type: none"> — Valorisation annuelle, prudente — Evaluations doivent être revues par un tiers — Prendre en compte la valorisation des options 	<ul style="list-style-type: none"> — Valorisation annuelle et prudente — Warrants doivent être valorisés 	<ul style="list-style-type: none"> — TIAP représente les titres de l'activité de capital-investissement — Permanence des méthodes — Plus et moins-values ne sont pas compensées
Méthodes de valorisation	<ul style="list-style-type: none"> — Non cotées immatures <ul style="list-style-type: none"> ● au coût d'acquisition, sauf si résultats plus faibles, problèmes durables, transaction avec un tiers inférieure et sauf si résultats significatifs, entrée d'un tiers à un niveau supérieur — Non cotées matures <ul style="list-style-type: none"> ● base PER sur résultats durables minorés par manque de marché ou autres ● autres méthodes 	<ul style="list-style-type: none"> — Non cotées <ul style="list-style-type: none"> ● au coût d'acquisition, sauf si résultats plus faibles — Cotées <ul style="list-style-type: none"> ● PER multiples de cash flow, minoré de 30 % pour illiquidité 	<ul style="list-style-type: none"> — TIAP <ul style="list-style-type: none"> ● Evaluations à la valeur d'usage. — Cette valeur repose sur des éléments prévisionnels voire subjectifs (utilisé pour le détenteur)
	<ul style="list-style-type: none"> — Cotées <ul style="list-style-type: none"> ● cours moyen du marché 	<ul style="list-style-type: none"> — Cotées <ul style="list-style-type: none"> ● cours de clôture ● titres bloqués doivent subir un abattement 	

Pratiques de valorisation

Les statuts ou le règlement de la structure d'investissement mentionnent les modalités d'évaluation du portefeuille de participations. Cette valorisation est effectuée par le gestionnaire de la structure au minimum une fois par an, éventuellement deux fois par an.

Pour mieux apprécier ces modalités d'évaluation, un échantillon de 20 structures a été constitué. Cet échantillon a été pris parmi les structures dans lesquelles CDC Participations est actionnaire. Les structures exclues ont été celles étant trop jeunes (moins de 4 années), ou ayant d'autres activités en plus du capital-investissement.

Les principaux constats qui peuvent être dégagés d'un tel échantillon sont les suivants :

- les modalités d'évaluation mentionnées sont en général très vagues, pouvant laisser une place à toutes interprétations personnelles ;
- la lecture directe des règles de fonctionnement de la structure, des documents comptables et annexes a mis en évidence l'inexistence de méthodes pour 5 structures, soit pour 25 % de l'échantillon ;
- sur les 15 structures utilisant une méthode :
 - 6 (dont 5 cotées) ont recours à la méthode COB/CNC, souvent avec la création de rubriques supplémentaires ;
 - les 9 autres utilisent des méthodes très diverses. La plupart de ces méthodes font référence aux PER. Certaines méthodes sont très conservatrices, car basées sur la situation nette.
- l'évaluation ligne à ligne du portefeuille n'est communiquée que par trois structures, soit 15 % de l'échantillon.
- l'affectation entre titres du portefeuille de participations cotés et titres des valeurs mobilières de placement n'est pas précise et surtout varie d'une année sur l'autre.

Pour montrer les distorsions éventuelles provoquées par la méthode de valorisation utilisée, les montants des titres d'une même société détenus par des structures différentes ont été comparés. Cette comparaison a été limitée à un seul titre commun entre deux structures, vu la faiblesse du nombre de structures offrant une information ligne à ligne. Pour le même pourcentage de détention, la société représentant ce titre a été valorisée 260 millions de francs par une structure et 350 millions de francs par une autre.

Certes, de tels pourcentages, de tels écarts ne doivent pas être généralisés. Cependant, l'analyse de cet échantillon a démontré le manque de méthodologie commune et précise.

Les recommandations établies par l'EVCA, la NVCA et la COB ont des approches voisines, voire complémentaires de l'évaluation du portefeuille.

Les recommandations de la NVCA sont très directives alors que celles de l'EVCA sont beaucoup plus libres. La COB est beaucoup plus libre sur la méthode elle-même.

L'objectif poursuivi dans le cadre de ces propositions n'est pas d'établir une 4^e recommandation, mais plutôt de mettre en évidence la complémentarité et les idées force.

Deux catégories de propositions ont été établies, celle sur le fonds et celle sur la forme.

Propositions sur le fonds...

Le classement des titres proposés par la COB et la CNC est effectué sur des critères précis : titres de participation, autres valeurs immobilières, TIAP, valeurs mobilières de placement.

La ventilation entre titres de participation et TIAP relève de l'objectif de détention : contribution à l'activité pour les titres de participation ; rentabilité pour les TIAP.

De manière générale, les structures de capital-investissement ne possèdent pas ou peu de titres de participation tels que définis par la COB et la CNC. Pour celles qui ont de telles participations, il convient de bien faire la différence par rapport au TIAP.

Par rapport au métier de capital-investisseur, un aspect sémantique se pose. La profession pour désigner les TIAP emploie souvent le terme de titres de participations.

Ce terme sera employé dans la suite de l'exposé pour définir les titres représentant le portefeuille de participations dans son ensemble.

La ventilation entre TIAP, titres de participations et valeurs mobilières de placement apparaît donc impérative.

Le classement des titres de participations suivant l'EVCA s'effectue en sociétés non cotées immatures, sociétés non cotées matures, sociétés cotées, avec des méthodes d'évaluation spécifiques pour chaque ligne.

Cette ventilation apparaît fondamentale car elle met en évidence les deux grandes catégories d'investissement : capital-risque et capital-développement. Le classement des titres en fonction de la méthode d'évaluation, proposé par la COB apparaît instructif.

De manière pratique, la ventilation suivant les différentes méthodes apporte peu en matière d'appréciation du portefeuille.

Ce tableau pourrait donc être simplifié pour une application au capital-investissement en sociétés non cotées (coût de revient, autres méthodes), sociétés cotées.

Les recommandations effectuées par l'EVCA et la NVCA décrivent bien la prudence en matière d'évaluation suivant les différentes situations des sociétés. Il convient donc d'établir des méthodes simples et claires.

L'évaluation des participations ligne à ligne apparaît primordiale, pour un investisseur, accompagnée d'indications telles que chiffre d'affaires, résultat net, situation nette, le pourcentage du capital détenu.

Certaines recommandations établies par ces trois organismes ont paru peu ou pas utilisées :

- la référence à des résultats reconnus durables ;
- application d'un abattement (qui pourrait être d'environ 30 %, mais commun à toutes les lignes) pour tenir compte de l'illiquidité des titres (si nécessaire) non cotés lorsque la méthode d'évaluation utilise le PER ou un multiple de la MBA en référence aux méthodes boursières. Un abattement peut

DOSSIER : LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE

être également utilisé pour tenir compte d'une situation particulière de l'entreprise par rapport au secteur ;

— prise en compte de l'endettement, dans le cas d'évaluation de sociétés holdings ;

— le leader d'une syndication devrait évaluer les participations pour le compte des autres participants à la syndication ;

— un contrôle devrait être effectué par un tiers extérieur au management de la structure de capital-investissement.

Pour les titres de sociétés cotées, deux méthodes de valorisation sont proposées au cours moyen et au cours de clôture.

Entre les deux méthodes, le cours moyen apparaît plus approprié dans le cadre d'un investissement à moyen terme. Pour certaines sociétés cotées au second marché, ayant un faible flottant, il est plus prudent de faire référence à la méthode d'évaluation des sociétés non cotées.

...et sur la forme

La plupart des gestionnaires de structures d'investissement établissent pour chaque société affiliée, une fiche synthétique comprenant des renseignements généraux, des informations économiques et financières.

Sur cette même fiche, les indications suivantes devraient être portées : les valorisations prévisionnelles en fonction de la date de sortie, la valorisation effective après chaque fin d'exercice en conservant celle des années passées.

Il est évident que de tels documents sont à usage interne et à disposition des investisseurs. Par contre, la fiche ci-jointe synthétisant le portefeuille pourrait constituer une annexe des documents comptables.

PORTEFEUILLE CAPITAL-INVESTISSEMENT

	Montant à l'ouverture			Montant à la clôture		
	Valeur comptable	Provision	Valeur estimative	Valeur comptable	Provision	Valeur estimative
Sociétés non cotées						
a) Immatures						
• coût de revient						
• autre méthode						
Sous-total						
b) Matures						
• coût de revient						
• autre méthode						
Sous-total						
Total						
Sociétés cotées						
Total du portefeuille						

L'analyse d'un échantillon de structures du capital-investissement

CDC Participations détient des participations dans plusieurs structures d'investissement françaises. Il était présent en 1989 dans des structures représentant 12 % des montants des capitaux levés (référence EVCA).

Un échantillon de 20 structures a été constitué en éliminant les structures âgées de moins de 4 années et celles ayant d'autres activités que le capital-investissement. Il représente environ 7 % en nombre par les structures françaises (base EVCA) et 9 % du montant géré par ces structures.

Cet échantillon, significatif par rapport au capital-investissement français, présente un caractère indicatif de cette activité. Il ne peut cependant être qualifié de représentatif des structures de capital-investissement. En effet, la corrélation devrait être démontrée sur d'autres critères : taille, ancienneté, l'activité... Toutes ces structures ont une activité de capital-investissement, avec éventuellement une activité d'ingénierie financière pour les prises de participations effectuées. Les principales caractéristiques de ces 20 structures (cf. tableau joint) sont :

- 5 sont cotées ;
 - leur ancienneté varie de 4 à 12 années avec une moyenne de l'échantillon de 6,45 années ;
 - le montant des capitaux levés par structure varie de 26 à 700 MF. Le montant total de l'échantillon est de 3 265 MF et le montant moyen par structure de 163,3 MF ;
 - 5 structures sont des FCPR ;
 - 6 structures ont une activité sectorielle ;
 - 3 structures ont une activité unique dans le capital-risque,
7 structures en capital-développement,
3 structures en capital-transmission.
- Les 7 autres ont des activités mixtes : capital-risque, capital-développement (2) et capital-développement, capital-transmission (3) et 2 autres sont situées en capital-risque, développement, transmission.

CARACTÉRISTIQUES GÉNÉRALES DE L'ÉCHANTILLON

Nombre années d'existence/ fin 1989	Nature structure S : SCR F : FCPR	Activité			Capitaux levés en MF	Cotation	Spécialité secteur
		CR	CD	CT			
5	S	X	X		78		
4	S		X	X	143	C	X
5	S		X	X	26		X
5	S		X		700	C	
9	S	X			188	C	
6	S		X		110		X
9	S	X	X		155		
9	S		X		187	C	
8	S		X		96	C	
11	S		X		35		X
4	S	X	X	X	177		
6	S		X	X	147		
12	S	X	X	X	468		
4	S	X			114		X
6	S	X			143		
4	F			X	42		
5	F			X	40		
4	F			X	287		X
6	F		X		100		
7	F		X		29		

Methodologie

Préalablement aux calculs des indicateurs de performances, les éléments de base ont été déterminés à partir des documents comptables et de leurs annexes depuis la création de la structure.

Ainsi ont été mis en évidence :

- les apports de capitaux annuels et cumulés ;
- les investissements en participation annuels et cumulés ;
- les dividendes versés par la structure ;
- l'actif net à fin 1989 ou à la fin du dernier exercice connu ;
- les plus-values latentes sur participations ;
- la capitalisation boursière si la société est cotée ;
- le résultat de l'activité-participations et le résultat de l'activité-placement avant impôt sur les sociétés si nécessaire.

L'ensemble des charges de fonctionnement ont été affectées à l'activité-participation, sauf si les charges de gestion du placement étaient précisées dans les comptes.

A partir de ces éléments ont été calculés :

- le TRI du portefeuille, de l'activité de participation, de l'investisseur ;
- la récupération du capital investi (effective et de sortie).

Recommandations nées de certaines difficultés de traitement

La détermination des éléments de base a été confrontée à diverses difficultés. Celles qui sont décrites ci-dessous sont les plus significatives.

L'affectation des produits entre activité de participation et activité de placement n'est pas différenciée. Il en est de même des plus-values effectives. Cette confusion provient de la non-application des critères de distinction entre placement et participation selon la méthode CNC-COB.

Le niveau d'investissement annuel est parfois difficile à déterminer. Cette situation provient de la comptabilisation des actifs en valeur nette et non en valeur brute et en valeur nette.

Le recours à la garantie SOFARIS n'est pas souvent mentionné. Or l'intervention de cet organisme par l'intermédiaire de sa procédure de garantie en fonds propres permet, moyennant cotisation, de prendre en charge une partie du risque.

L'information est apparue très hétérogène sur les 20 structures étudiées. Les documents habituels du plan comptable n'assurent pas l'information systématique nécessaire à une analyse plus fine de l'activité de participation.

Pour les FCPR, il n'existe aucune contrainte de présentation, hormis la détermination de la valeur de la part.

La création d'une comptabilité analytique serait opportune, de même que des informations complémentaires en annexes de la présentation comptable. Elle permettrait notamment de ventiler produits et plus-values en regard de l'activité-participations et de l'activité-placement.

TRI portefeuille (sans plus-value latente). Ce TRI prend en compte les produits effectifs (dividendes et plus-values) et les provisions comptabilisées. Les investissements non encore cédés sont comptabilisés à leur valeur comptable mais avec la prise en compte de provisions éventuelles.

Ce TRI est négatif pour 4 structures et supérieur ou voisin à 15 % pour 9 structures. La moyenne pour les 20 structures est de 14,6 % avec un maximum de 62,4 %.

TRI portefeuille (avec plus-value latente). Ce TRI prend en compte la réalisation effective, mais également la valorisation des participations non encore cédées. Il est inférieur à 15 % pour une seule structure. La valeur moyenne est de 35,3 % avec des extrêmes de 115,6 % et 9,4 %.

Le TRI portefeuille, avec ou sans plus-value latente, met en évidence la stratégie d'investissement des gestionnaires de la structure. Il met également en évidence la capacité des entreprises à se valoriser. La dispersion de ces 2 TRI de - 10 % à 52,4 % sans plus-value latente et de 9,4 % à 115,6 % avec plus-value latente est à souligner.

TRI activité-participation. Ce TRI par rapport au précédent prend en compte l'ensemble des charges de gestion que supporte la structure de capital-investissement. Il est relatif à la seule activité de participations. La moyenne est de 21,4 % avec des extrêmes de 98,1 % et - 3,3 %.

TRI investisseur. Ce TRI mesure la rentabilité offerte à l'investisseur. 7 structures soit 23 % ont une rentabilité supérieure à 20 %. Le TRI moyen est de 18,7 % avec des extrêmes de 86 % et de 8,6 %.

TRI (Taux de rentabilité interne)**T.R.I. PLUS-VALUE LATENTE (en %)**

Structures	Avec PVL			Sans PVL
	Investisseur	Activité participation	Portefeuille	Portefeuille
1	86,2	98,1	115,6	62,4
2	26,0	27,8	44,0	— 8,8
3	23,2	27,3	35,3	14,7
4	22,6	32,1	48,2	18,5
5*	20,0	18,7	20,0	12,5
6*	19,9	11,1	20,9	8,9
7	19,9	31,5	42,9	9,8
8	17,5	18,0	25,4	20,6
9	16,7	33,4	67,0	53,4
10*	14,8	12,5	26,6	8,0
11	13,8	15,5	26,9	— 0,4
12	13,6	15,0	28,7	26,8
13	12,8	16,7	19,8	5,7
14	11,5	36,1	62,1	17,2
15	10,9	2,9	30,5	15,8
16	10,2	10,3	16,5	8,4
17	8,9	6,6	15,7	10,9
18	8,9	12,2	33,7	21,8
19	8,7	5,6	15,9	— 4,9
20	8,6	— 3,3	9,4	— 10,0
Moyenne	18,7	21,4	35,3	14,6

NB : Pour les structures marquées d'un astérisque, la ventilation entre placement et participation n'a pas été aisée et entraîne certaines distorsions.

TRI Investisseur et portefeuille avec plus-value latente en fonction de l'âge de la structure

La valeur supérieure extrême a été exclue. Les 3 constats principaux de l'analyse de ces courbes ci-jointes sont :

- le TRI portefeuille diminue en fonction de l'âge de la structure et se stabilise sensiblement après la 8^e année ;
- le TRI investisseur est sensiblement stable en fonction de l'âge de la structure ;
- la différence entre TRI portefeuille et TRI investisseur décroît dans le temps jusqu'à la 8^e année et ensuite se stabilise.

Pour expliquer ces résultats, les structures ont été divisées en 2 groupes : structures âgées de 4 à 8 ans (les entrants) ; structures âgées de 9 à 12 ans (les pionniers).

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE

La position des entrants s'explique par :

— un contexte plus favorable, notamment grâce à un positionnement plus précis en terme de secteur d'activité et de métier ; à une attitude positive des entreprises vis-à-vis du capital-investissement ; à l'utilisation de l'effet d'expérience des pionniers ;

— une « euphorie des PER », application de PER élevés entraînant une suélévation des plus-values latentes.

La position des pionniers s'explique par une conjoncture économique défavorable de 1979 à 1982 ; la nécessité d'acquérir l'expérience du métier de capital investisseur. Une prudence a été relevée dans les premières années : les investissements réalisés n'ont pas dégagé de gros échecs, ni de *success stories* ; une prudence dans l'évaluation du portefeuille, conséquence de l'effet d'expérience.

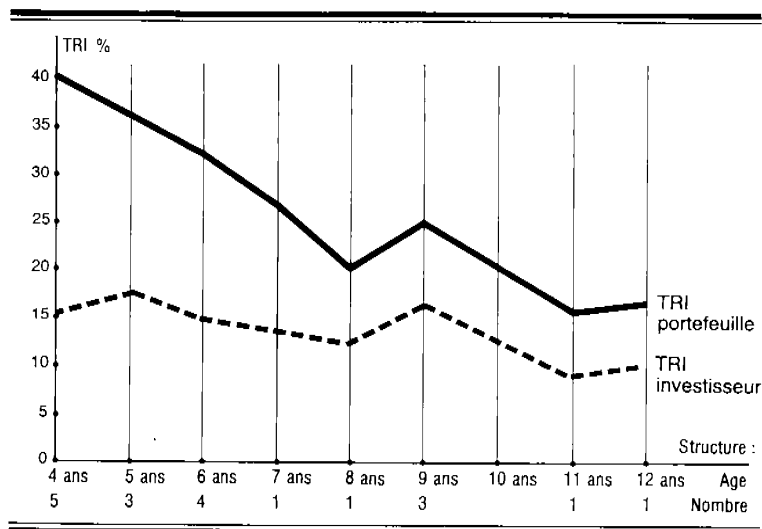
Le TRI portefeuille pour les structures âgées de 11 et 12 ans, calculé sur les 5 dernières années ressort entre 40 et 35 %. Certes ce calcul n'est qu'approximatif, car il faut isoler 5 années d'activités, mais il démontre une certaine cohérence par rapport au TRI portefeuille des entrants.

Ainsi le TRI investisseur sur des périodes identiques de 4 à 5 années serait supérieur pour les pionniers.

GRAPHIQUE 2

95

T.R.I. INVESTISSEUR ET PORTEFEUILLE AVEC PLUS-VALUE LATENTE (selon l'âge de la structure)



TRI portefeuille en fonction de la spécialisation par nature d'activité

Le nombre limité de structures par catégorie, notamment dans celle du capital-risque - capital-développement (où se trouve la structure avec les performances les plus élevées) conduit à utiliser ces résultats avec précaution.

	Capital- risque	Capital- dével.	Capital- transmission	Capital-risque Capital-dével.	Capital-dével. Capital-trans.
Nombre de structures	3	7	3	2	5
TRI portefeuille	26,2 %	26,8 %	47,8 %	69,3 %	34,8 %

Le capital-transmission semble offrir un TRI supérieur, conséquence probable de l'utilisation d'effet de levier.

TRI portefeuille en fonction de la spécialisation par secteur d'activité

96

	Spécialisé	Généraliste
Nombre de structures	6	12
TRI portefeuille	25,2 %	37,2 %

Les structures généralistes paraissent offrir un TRI portefeuille supérieur par rapport aux structures à vocation multisecteur. Comme pour la conclusion précédente, la généralisation doit être prudente compte tenu des remarques effectuées ci-dessus.

Evolution du TRI portefeuille sans plus-value latente pour une même structure dans le temps

Les calculs ont été limités à 2 structures et effectués sur le TRI portefeuille sans plus-value (en %).

	1986	1987	1988	1989
Structure 1	4	6,8	10,5	12,5
Structure 2		- 4	- 2	9

Les TRI portefeuille progressent donc dans le temps pour une même structure.

Récupération du capital investi en fonction de l'ancienneté de la structure

La récupération du capital investi a été établie par moyenne pour chaque tranche d'ancienneté de structures. La valeur extrême supérieure de l'échantillon a été exclue pour des raisons d'homogénéité.

97

Ancienneté de la structure en années	Nombre de structures	Récupération effective du capital investi	Récupération de sortie du capital investi
4	5	2,9 %	122,7
5	3	6,8 %	150,6
6	4	12,3 %	140,9
7	1	8,8 %	162,8
8	1	26,6 %	158,5
9	3	23,2 %	177,2
11	1	17,2 %	129,6
12	1	24,6 %	129,1

La récupération effective du capital investi correspond aux revenus reçus par un investisseur qui demeure actionnaire après le 31 décembre 1989. Ces revenus sont constitués essentiellement de dividendes.

Malgré le nombre limité de structures pour certaines tranches d'âge, l'analyse des chiffres montre une progression à partir de la 6^e année. La moyenne par structure est de 12,2 % du capital investi avec un maximum de 26,6 %. La récupération de sortie du capital investi correspond aux revenus

reçus par un investisseur qui a cédé sa participation au 31 décembre 1989. Ces revenus sont constitués par la quote-part des dividendes de l'actif net et des plus-values latentes. La moyenne par structure est de 1,44 fois le capital investi, avec un maxi de 1,77 fois.

La performance du capital-investissement comparée à celle d'autres placements

La comparaison a été effectuée par rapport : au CAC général, au second marché, aux obligations, au prix à la consommation.

Les placements ont été supposés réalisés aux mêmes dates et pour des montants identiques aux placements dans l'échantillon des 20 structures de capital-investissement. Les années sont celles mentionnées de la création de la structure ou de la souscription aux autres placements.

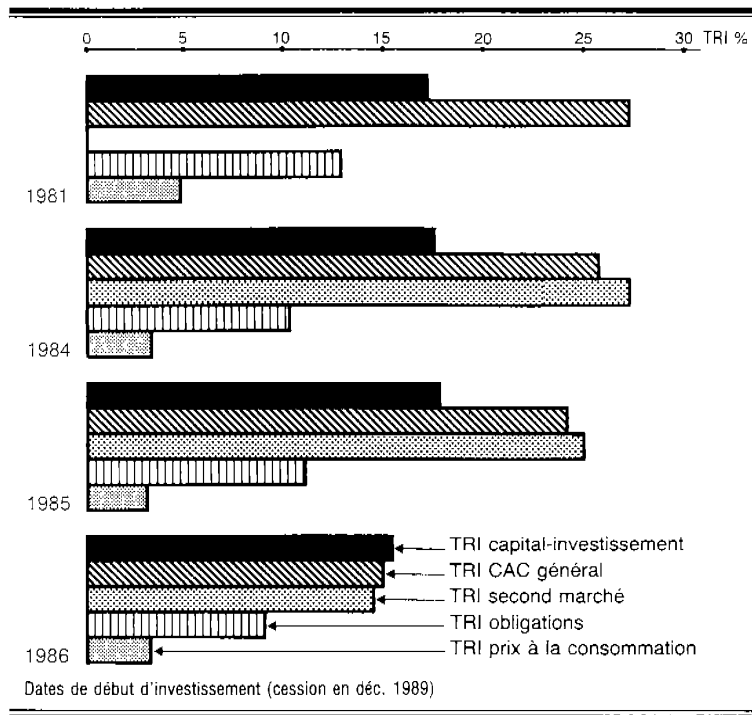
Pour que la comparaison soit significative, les années retenues sont celles comprenant au minimum 3 structures de capital-investissement de l'échantillon.

La cession de ces placements, y compris dans le capital-investissement, a été prévue au 31 décembre 1989. Une prime du capital-investissement, différence entre TRI capital-investissement et TRI autre placement, a été mise en évidence.

	1981	1984	1985	1986
Capital-investissement				
TRI investisseur	17,1	17,4	17,7	15,5
Obligations				
TRI	16,0	13,5	12,0	8,8
Prime du capital-investissement	+ 1,1	+ 3,9	5,7	6,7
CAC général				
TRI	28,2	28,3	26,9	14,6
Prime du capital-investissement	- 11,1	- 10,9	- 9,2	+ 0,9
Second marché				
TRI		26,2	21,4	14,3
Prime du capital-investissement		- 8,8	- 3,7	+ 1,2
Indice des prix				
TRI	5,7	3,5	3,0	3,2
Prime du capital-investissement	11,4	13,9	14,7	12,3

GRAPHIQUE 3

T.R.I. DU CAPITAL-INVESTISSEMENT COMPARÉS À CEUX D'AUTRES PLACEMENTS



Les principales conclusions pour une cession fin 1989 sont les suivantes :

- l'écart défavorable de 1981 à 1985 pour des souscriptions au capital-investissement par rapport au CAC général et au second marché s'inverse en 1986 ;
- le capital-investissement présente une performance supérieure à toutes les autres catégories de placements pour une souscription en 1986 ;
- la performance du capital-investissement est toujours supérieure à celle des obligations quelle que soit l'année de souscription.

Compte tenu de la conjoncture présente, il est probable que la performance du capital-investissement basée sur celle des sociétés non cotées, devrait être moins affectée que celle des sociétés cotées.

Synthèse et conditions de développement du capital-investissement

De cette réflexion sur les performances financières du capital-investissement en France, deux thèmes essentiels se dégagent : les résultats sur un échantillon de structures ; l'aspect méthodologique.

Tout d'abord, la synthèse des résultats sur un échantillon dont la représentativité n'a pas été démontrée mais qui est cependant indicatif, est la suivante :

- le TRI moyen du portefeuille de participations est voisin de 35 % ;
- le TRI moyen de l'investisseur est de 19 % ;
- la récupération du capital investi à la fin de l'année 1989 est de 26 % (sans cession de l'investisseur) et de 1,7 fois (lors de la cession de l'investisseur) ;
- la rentabilité offerte est comparable à celle d'un investissement dans le CAC et le second marché, et supérieure à celle des obligations d'environ 5 points.

Le capital-investissement a atteint, dans son ensemble, et sous réserve que les plus-values latentes annoncées soient concrétisées, les objectifs fixés initialement par les gestionnaires :

- offrir 30 % de TRI (taux de rentabilité interne) pour la valorisation du capital des entreprises ;
 - offrir 20 % de TRI aux investisseurs
- rémunérant ainsi de façon satisfaisante le risque pris.

Ces résultats comparables à ceux obtenus dans des pays comme la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, démontrent la capacité des entreprises à valoriser leur capital, cela est un point fondamental pour les dirigeants d'entreprises moyennes ; la capacité des gestionnaires de ces structures d'investissement à détecter les opportunités, à apprécier de façon pertinente la valeur et le potentiel des cibles, à bien conseiller les dirigeants de telles entreprises.

Cependant, ces résultats sont très variables d'une structure à l'autre, ces écarts s'expliquent en partie par la jeunesse de certaines d'entre elles ; la récupération par l'investisseur du capital demeure faible. L'accroissement nécessaire de la liquidité passe par une rotation plus importante du portefeuille de participations.

Ensuite, pour la partie méthodologique, les idées forces sont les suivantes :

- les indicateurs habituels utilisés pour la mesure de la rentabilité des entreprises, pour la plupart à caractère annuel, ne sont pas adaptés au capital-investissement du fait d'une activité irrégulière tant en volume qu'en résultat ;
- la valorisation du portefeuille, mettant en évidence en général des plus-values latentes, doit être effectuée ligne à ligne sur des critères clairs, simples, limités en nombre, prudents et évidemment réalistes ;
- les indicateurs principaux de performance sont de deux natures : le TRI (taux de rendement interne), appliqué au portefeuille de participations, permet de mesurer l'accroissement de la valeur des entreprises ; appliqué à la

structure d'investissement, il permet de mesurer la rentabilité offerte à l'investisseur.

La récupération du capital investi, qui mesure la part du capital que l'investisseur récupère à une date donnée. Cet indicateur mesure indirectement la rotation du portefeuille.

Après 7 années d'essor et au seuil de sa maturité, le capital-investissement, s'il veut demeurer attractif à l'avenir pour les investisseurs, doit être plus transparent. Les professionnels doivent donc se doter d'une méthodologie d'évaluation du portefeuille de participations et d'indicateurs de mesure de performances financières, en utilisant les recommandations déjà existantes.

Cette nécessaire transparence permet en effet la comparaison des performances à trois niveaux : d'abord entre les structures de capital-investissement dans un contexte de concurrence internationale accrue ; ensuite, par rapport à des indices qui sont autant de références : obligations, prix ; et enfin, par rapport aux autres produits financiers, offerts aux investisseurs.

La plupart de ces produits financiers possèdent aujourd'hui cette transparence, notamment grâce aux agences de rating.

L'investisseur se trouve donc dans une position d'arbitrage d'allocation de ressources face à plusieurs offres. Il aura tendance à investir dans un produit offrant une bonne visibilité, ce qui ne signifie pas l'absence de risque. A terme, cette transparence pourrait être nécessaire au dirigeant d'entreprise sollicitant le capital-investissement.

101

Enfin, moins de 5 % des PME ont fait jusqu'à présent appel au capital-développement. Celui-ci a donc devant lui un important marché potentiel que les professionnels estiment à environ 25 % des 150 000 PME françaises.

Au-delà de la transparence, les intervenants doivent prendre en compte les évolutions suivantes :

- l'eupéanisation et l'internationalisation inéluctables de l'activité, qui entraînera des accords avec des structures étrangères ;
- la nécessité d'atteindre une taille critique, qui provoquera inévitablement des concentrations ;
- le besoin d'une spécialisation des équipes en fonction des différents métiers du capital-investissement ;
- l'excédent de la demande potentielle de capital-développement par rapport à l'offre nécessitera un professionnalisme accru notamment dans l'évaluation et la sélection des affaires.

Le capital-développement a atteint l'âge de raison. Cet effort de transparence, de méthodologie et d'adaptation sont nécessaires pour permettre de drainer de manière significative les capitaux nouveaux, nécessaires à son développement et donc à celui des entreprises moyennes françaises.

ANNEXE

1. Taux de rendement interne (TRI)

L'utilisation du taux de rendement interne permet d'actualiser des flux financiers d'entrées et de sorties de l'investissement dans le temps. L'emploi d'un TRI est donc une réponse à la première remarque ci-dessus sur le caractère acyclique d'une telle activité et de la non-représentativité d'une mesure annuelle.

Trois TRI peuvent ainsi être dégagés :

- TRI du portefeuille de participations,
- TRI de l'activité participation,
- TRI de l'investisseur.

a) Détermination des TRI

● Le TRI portefeuille de participations

Cette mesure s'effectue au niveau de l'ensemble des titres des sociétés affiliées détenus depuis l'origine par la structure d'investissement.

Deux types de flux actualisés composent le TRI portefeuille : les apports de capitaux de la structure dans les sociétés cibles (C_p) ; les dividendes versés par les sociétés affiliées (d), leurs valeurs nettes comptables (V), les plus-values de cession (P) et les plus-values latentes (PL) éventuelles.

$$\sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon (d + V + P + PL)}{1} \frac{1}{(1 + i_1)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon C_p}{1} \frac{1}{(1 + i_1)^t} = 0$$

● Le TRI activité participation

Cette mesure s'effectue au niveau de la seule activité participation. Le compte de résultat de l'activité participation est donc établi par la décomposition des produits et des charges du compte de résultats de la structure d'investissement entre participation et placement.

Deux types de flux actualisés composent le TRI participation : les apports de capitaux de la structure aux sociétés cibles (C_p) ; les résultats de l'activité participation (R_p), la valeur nette comptable (V) des titres détenus dans les sociétés affiliées et les plus-values sur ces titres (PL).

Le TRI activité participation est la valeur i telle que :

$$\sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon (R_p + V + PL)}{1} \frac{1}{(1 + i_2)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon C_p}{1} \frac{1}{(1 + i_2)^t} = 0$$

● Le TRI investisseur

Cette mesure s'effectue au niveau de la structure d'investissement. Elle prend en compte l'activité participation et l'activité placement.

Deux types de flux actualisés composent le TRI investisseur : les apports en capitaux faits par les investisseurs (C) ; les revenus (R) composé de dividendes et de plus-values de cession, l'actif net de la structure (A) et les plus-values latentes (PL).

Le TRI investisseur est la valeur i telle que :

$$\sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon (R + A + PL)}{1} \frac{1}{(1 + i)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{\varepsilon C}{1} \frac{1}{(1 + i)^t} = 0$$

b) Interprétation de ces taux

Le TRI portefeuille mesure la performance du portefeuille composé des prises de participation. Il met en évidence la pertinence de la stratégie d'investissement et de suivi de l'équipe de gestion.

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE

Le TRI activité participation mesure la performance de l'activité de participation dans le temps. Il met en évidence l'efficacité de l'équipe de gestion.

Le TRI activité participation par rapport au TRI portefeuille prend en compte les charges de structure.

Le TRI investisseur mesure la performance de l'investissement réalisé par l'investisseur. Le TRI investisseur par rapport au TRI activité participation prend en charge l'activité placement.

2. Récupération du capital investi

Pour l'investisseur, la connaissance de la rentabilité de l'investissement par le TRI est nécessaire mais non suffisante. La connaissance de la liquidité du capital investi dans le temps est le critère complémentaire d'appréciation de l'investissement.

La notion de délai de récupération du capital investi a été utilisée. Cependant, compte tenu que dans les premières années d'un fonctionnement d'une structure les revenus sont faibles, la notion de récupération du capital investi a été employée plutôt que celle de délai.

La récupération du capital investi correspond à la part du capital que l'investisseur récupérera sur celui qu'il a engagé à la fin d'une année déterminée. Du fait de l'existence de plus-values latentes, deux types de récupération du capital investi ont donc été mis en évidence :

- Récupération effective du capital investi

A la fin d'une année déterminée, l'investisseur, qui demeure actionnaire de la structure par la suite, aura reçu des revenus correspondant à sa quote-part de dividendes et des plus-values de cession (si celles-ci sont distribuées).

$$\text{RCI effectif} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\epsilon R}{(1 + 0,05)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{\epsilon C}{(1 + 0,05)^t}}$$

Ces deux types de flux sont donc comparés après avoir été actualisés à un taux prédéterminé (par exemple l'inflation) estimé globalement à 5 %.

- Récupération de sortie du capital investi

L'investisseur, lors de la cession de sa participation dans la structure d'investissement a déjà reçu la quote-part des revenus (cf. ci-dessus) mais doit également de façon théorique recevoir la quote-part de l'actif net de la structure et des plus-values latentes sur les sociétés affiliées.

Ces deux types de flux sont donc comparés après avoir été actualisés à un taux prédéterminé (par exemple l'inflation) estimé globalement à 5 %.

$$\text{RCI sortie} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\epsilon (R + A + PL)}{(1 + 0,05)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{\epsilon C}{(1 + 0,05)^t}}$$