

Bonnes Feuilles



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

Les nouvelles approches de l'évaluation des start-up



par Jean-Jacques Pluchart,
Professeur émérite à l'Université de Paris 1

Les crises économiques survenues depuis 2008 ont entraîné une multiplication des absorptions et des liquidations de start-up. Leurs repreneurs et leurs financeurs ont dû adapter leurs méthodes d'évaluation financière, comme en témoignent les dernières publications sur le sujet¹. Les méthodes basées sur l'évaluation d'actifs immatériels et sur la projection de performances ou de flux de trésorerie, sont désormais complétées ou remplacées par des modèles mieux adaptés aux types d'avantages concurrentiels maîtrisés, de financements mobilisés et de risques encourus par les start-up à chaque stade de leurs cycles de vie. L'évaluation mobilise ainsi de plus en plus de compétences de natures technologique, managériale et financière.

¹ Damodaran A., *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Wiley, 2nd ed., 2006 ; François Meunier F., *Comprendre et évaluer les entreprises du numérique*, Editions Eyrolles, 2017 ; Quiry P., Lefur Y., *Pierre Vernimmen, finance d'entreprise*, Editions Dalloz, 2023 ; Cie Nationale des Commissaires aux Comptes, *Guide de l'évaluation des start-up*, rapport, janvier 2023.

Première étape de l'évaluation de la start-up

Cette étape consiste à juger des capacités d'innovateur et de stratège de ses fondateurs, et à apprécier la faisabilité de son modèle d'affaires, la solidité de son avantage concurrentiel, la profondeur de sa chaîne de création de valeur et la dynamique de ses marchés amont (emplois, ressources) et aval (débouchés). Le sens de l'entrepreneuriat et les compétences techniques des fondateurs et de leurs équipes sont de plus en plus observés et testés. L'objectif pour l'évaluateur est notamment de sonder « l'antifragilité » de l'organisation mise en place ou projetée, c'est-à-dire sa capacité à franchir chaque étape du projet et à surmonter des crises. Cette capacité détermine la robustesse du plan d'affaires de la start-up, qui projette un scénario de base et une ou plusieurs variantes probabilisées testant sa sensibilité (flexing) à des chocs exogènes (crise économique, inflation, hausse de taux d'intérêt, nouvelle réglementation...).

“ ***juger des capacités d'innovateur et de stratège de ses fondateurs*** ”

Les évaluateurs s'efforcent également de mesurer le sens des responsabilités des fondateurs par une exploration des impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) du projet de la start-up sur sa rentabilité future.



Deuxième étape de l'évaluation

Elle vise à apprécier les qualités managériales des fondateurs. Elle vérifie la pertinence du découpage du cycle de vie de la start-up en phases de conceptualisation du projet, de création de la start-up, d'amorçage de son activité, de changement d'échelle (scaling) et d'expansion. Ces agendas varient selon les types de technologies développées (deeptech, biotech, fintech, climitech...). Les jalons (milestones) des étapes diffèrent selon les types d'activité : proof of concept, dépôt de brevet, autorisation de mise en marché, mise en production, lancement d'un produit... L'évaluateur s'efforce de juger de la capacité de la start-up à franchir ces jalons, car elle détermine la poursuite (go-no-go) du projet. Les méthodes d'évaluation diffèrent également selon les phases du cycle de vie de la start-up. Les méthodes basées sur la projection de performances (EBIT, EBITDA, Valeur Ajoutée Economique...) ou de flux de trésorerie disponible (Free Cash Flow) restent dominantes, mais les flux sont de

plus en plus probabilisés ou actualisés à des taux variant selon les phases des projets et les prévisions d'inflation. La rentabilité des actifs investis dans la start-up au-delà de l'horizon prévisible est projetée en fonction de taux s'alignant progressivement sur le coût du capital (méthode du fade cash flow).

“

apprécier les qualités managériales des fondateurs

”

Dans les secteurs les moins innovants, les méthodes des comparables et des multiples d'indicateurs - clés de performances sont encore appliquées, bien que parfois biaisées. Ces modèles sont croisés avec des méthodes spécifiques basées sur l'appréciation des facteurs-clés des succès de la start-up (méthode Berkus), de ses facteurs de risque (RFS method), de ses sources de création de valeur (méthode scorecard)... L'évaluation par la méthode des options réelles est peu pratiquée.



Troisième étape de la démarche

Cette dernière étape vise à apprécier la capacité des financeurs à accompagner le projet à chaque stade de son développement. L'évaluation exige une expérience des réseaux et des pratiques de l'écosystème financier adapté à l'activité de la start-up.



apprécier la capacité des financeurs



Elle est rendue difficile par la spécificité croissante des montages et des instruments financiers : des apports en fonds propres (seeding capital) de la part des fondateurs et de leurs proches (love money) en phase de conceptualisation et de lancement du projet ; des financements participatifs (crowdfunding) ou en communautés (par des plateformes dédiées) de la part de business angels et/ou des aides de la part d'institutions publiques, en phases d'amorçage et de scaling ; des levées de fonds successives et l'émission de titres standards ou hybrides auprès de sociétés de capital-risque ou de banques spécialisées (comme la SVB ou la BPI)

ou une introduction en bourse (Initial Public Offering) en phase d'expansion. A chaque stade, la valeur de la start-up est influencée par les prix de transactions d'entreprises comparables dans le même secteur d'activité. Le mode de financement dépend également du niveau de dilution acceptable par les fondateurs.



Chacune de ces approches n'est pas nouvelle, mais la recherche de leur meilleure intégration et de leur adaptation aux critères ESG est en soi novatrice. Les pratiques de l'évaluation des start-up - et plus largement de toutes les entreprises - s'enrichissent donc par une fertilisation croisée entre plusieurs disciplines et par l'expérience des dernières crises.

Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées

