

La lettre de Xavier Paper

www.xavierpaper.com

Février 2023



Evaluation des start-up : la Compagnie nationale des commissaires aux comptes publie un guide pratique

La commission Évaluation de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (la « **CNCC** ») a publié en janvier 2023 un guide pratique à l'attention des commissaires aux comptes, consacré à l'évaluation des start-up innovantes (le « **Guide** »). Ce document se décompose en trois grandes parties distinctes (diagnostic stratégique, examen critique du business plan et évaluation) et met en lumière les points d'analyse spécifiques que le commissaire aux comptes peut utilement intégrer à sa démarche d'évaluation afin de tenir compte des caractéristiques d'une start-up innovante.

Selon le Guide, une start-up innovante répond aux trois critères principaux suivants :

- le projet de développement à l'origine de la création est en cours ;
- le développement porte sur un projet innovant ; et
- la phase d'industrialisation du projet de développement n'a pas démarré.

Corollaire de la définition susvisée, la start-up est souvent caractérisée par l'absence de données historiques (ou un historique court), par un nombre limité d'informations sectorielles et par des résultats structurellement déficitaires.

Les développements qui suivent reprennent de manière synthétique les trois parties susvisées.

Titres

- 1 Le diagnostic stratégique
- 2 L'examen critique du business plan
- 3 L'évaluation

1. Le diagnostic stratégique

Pour les raisons évoquées en préambule, l'évaluation d'une start-up présente un fort degré d'incertitude et nécessite de la part de l'évaluateur une part de jugement significative, l'évaluation d'une start-up relevant plus d'une opinion que d'une science exacte. En conséquence, le Guide insiste particulièrement sur l'établissement d'un diagnostic stratégique, préalable à la mise en œuvre de l'évaluation proprement dite, et ce, afin d'apprécier entre autres le business model de la start-up, la nature de l'innovation, son caractère novateur, le diagnostic déterminant les méthodes à appliquer et les agrégats à retenir.

Le diagnostic comprend :

- l'analyse de l'équipe dirigeante et, en particulier, le savoir-faire et le parcours des hommes qui la composent et les mécanismes de fidélisation mis en place (management package) ;
- la revue de l'actionnariat et de la gouvernance : nature des actionnaires, répartition du capital, efficacité de la gouvernance (rotation, représentativité), capacité des actionnaires à accompagner la société ;

Comme toute société, une start-up devrait établir un business plan, même si cet exercice s'avère particulièrement délicat du fait d'un historique court, de l'absence éventuelle de chiffre d'affaires et de résultats déficitaires. Dans ce contexte, le business plan d'une start-up s'apparente plutôt à une feuille de route (représentative de la stratégie de son management) qu'à un budget ou à des prévisions.

- l'étude de l'innovation apportée par la start-up : nature (innovation incrémentale ou de rupture), intérêt de l'innovation (proof of concept), propriété de l'innovation, distinction entre innovation produit et de processus ;
- l'analyse portant sur l'existence (ou non) d'un marché : capacité de la start-up à monétiser son produit/service, taille du marché cible, quel timing pour accéder au marché (ne pas être trop en avance, ni trop en retard), quel prix ;
- le degré d'autonomie de la start-up à date et dans le temps en fonction du cycle de développement ;
- l'analyse des jalons au cours du cycle de développement afin d'identifier les financements à chacun de ces stades, les étapes critiques (go - no go), etc. ;
- les processus de validation le cas échéant (cas des start-up du secteur Biotech par exemple) ; et
- l'analyse des études internes et externes réalisées par les représentants de la start-up.

2. L'examen critique du business plan

Comme toute société, une start-up devrait établir un business plan, même si cet exercice s'avère particulièrement délicat du fait d'un historique court, de l'absence éventuelle de chiffre d'affaires et de résultats déficitaires. Dans ce contexte, le business plan d'une start-up s'apparente plutôt à une feuille de route (représentative de la stratégie de son management) qu'à un budget ou à des prévisions.

Dès lors, avant de mettre en œuvre l'évaluation proprement dite, l'évaluateur doit procéder à une analyse méthodique de la construction du business plan qui lui est transmis et plus particulièrement des points suivants :

- analyse des écarts entre les différents business plans élaborés et/ou actualisés : périodicité des mises à jour et justification des écarts constatés ;
- analyse des hypothèses endogènes et exogènes. Il s'agit de comprendre :
 - l'évolution du chiffre d'affaires prévisionnel (mix prix/volume) ;
 - l'évolution de la profitabilité attendue (coûts variables/coûts fixes, corrélation des charges par rapport à l'activité, levier opérationnel et marge, etc.) ;
 - l'impact des effets exogènes (arrivée/sortie d'un concurrent, évolution du prix des matières premières) ;
 - certains points d'attention tels que : cohérence des dotations aux amortissements avec les investissements, taux d'impôt effectif, évolution des rémunérations, analyse du besoin en fonds de roulement (BFR) ;
- validation du business plan par la gouvernance : identification des personnes à l'origine du business plan et collaborateurs ou tiers l'ayant validé ou challengé, application des principes d'examen critique (appréciation de la pertinence des hypothèses par le conseil d'administration ou par des tiers), de transparence (indication des sources des informations et des hypothèses) et de cohérence (des différents paramètres et travaux d'évaluation) ;

- analyse de la cohérence du business plan : via la décomposition du ROCE permettant une comparaison du taux de marge opérationnelle et du taux de rotation de l'actif économique avec ceux des concurrents, via une analyse SWOT (forces-faiblesses-opportunités-menaces), via une analyse sectorielle ; et
- revue des investissements (de croissance/de maintenance) et du BFR.

Le Guide distingue deux grands cas de figure : dans le premier cas, la start-up n'a pas encore réalisé de chiffre d'affaires. Dans le second cas, elle a déjà généré du chiffre d'affaires et l'évaluateur dispose, le cas échéant, d'un business plan.

3. L'évaluation

Le Guide rappelle au préalable la distinction entre prix (lié au marché) et valeur (liée à la valeur intrinsèque de la société) puis énumère les méthodes d'évaluation qu'il convient d'exclure, à savoir les approches patrimoniales (absence de patrimoine), celles fondées sur les performances historiques (absence d'historique) et enfin celles fondées sur le chiffre d'affaires (la société n'ayant pas encore pénétré le marché).

Le Guide distingue deux grands cas de figure : dans le premier cas, la start-up n'a pas encore réalisé de chiffre d'affaires. Dans le second cas, elle a déjà généré du chiffre d'affaires et l'évaluateur dispose, le cas échéant, d'un business plan.

En conséquence, dans le premier cas, les méthodes d'évaluation relèvent soit d'une approche empirique soit d'une approche qualitative. L'approche empirique consiste à valoriser la start-up (valeur pré-money) comme le montant levé rapporté au taux de dilution accepté par les actionnaires (valeur post-money) sous déduction du montant levé. Les méthodes d'évaluation qualitatives (méthode Berkus, RFS [Risk Factor Summation Method], ScoreCard) se fondent généralement sur l'ajustement d'une valeur de référence en fonction de critères clés. A titre d'illustration, la méthode Berkus consiste à choisir une société de référence similaire à la start-up à évaluer, dont l'évaluateur connaît la valeur (dans l'exemple ci-dessous 2000 K€), puis à comparer les cinq critères clés de la société de référence à ceux de la start-up à évaluer (exemple figurant à la page 69 du Guide) :

1	Beau projet (valeur de base)	300 k€ / 400 k€
2	Prototype (technologie)	100 k€ / 400 k€
3	Qualité du management (exécution)	300 k€ / 400 k€
4	Qualité du business model (go-to-market)	200 k€ / 400 k€
5	Capacité à lancer le produit (production)	100 k€ / 400 k€
	Valeur de la start-up	1000 k€ / 2000 k€

Dans le second cas, l'évaluateur pouvant s'appuyer sur un historique et disposant d'un business plan, plusieurs méthodes d'évaluation viennent s'ajouter aux précédentes :

- la méthode capital-risque (« *Venture Capital Method* ») repose sur l'objectif de rentabilité de l'investisseur (TRI attendu), sur l'estimation de la valeur de sortie basée sur un multiple de sortie, sur l'actualisation de cette dernière au TRI attendu et sur la valeur post-money en résultant. Après déduction du montant de la levée de fonds, on en déduit la valeur pré-money ;

- l'actualisation des flux de trésorerie disponible (*Discounted Cash Flows/DCF*), qui est habituellement adaptée en présence de sociétés matures. S'agissant d'une start-up, l'évaluateur doit généralement ajuster le taux d'actualisation afin de tenir compte du risque spécifique, allonger la durée du business plan afin de désensibiliser l'évaluation à la valeur terminale et estimer un flux normatif plausible et cohérent au regard de la stratégie retenue ;
- la « *First Chicago Method* » qui repose sur une approche DCF fondée sur des scénarios probabilisés ; et
- les transactions comparables sachant que, bien souvent, la start-up réalise un chiffre d'affaires non stabilisé et dégage des pertes, d'où une mise en œuvre délicate.

D'une façon générale, même si l'évaluateur dispose d'un historique et d'un business plan, le résultat de l'évaluation est soumis à de nombreux aléas, les tests de sensibilité et les résultats des différentes méthodes mises en œuvre conduisant à une fourchette de valeurs large par rapport celle résultant d'une évaluation portant sur une société mature. Dans ce cadre, le Guide suggère de ne pas conclure sur une valeur moyenne mais, à l'instar des expertises indépendantes menées dans le cadre des offres publiques, de plutôt présenter l'ensemble des valeurs issues des différentes méthodes retenues.