

# VALORISER LE **CAPITAL** **IMMATÉRIEL** DES ENTREPRISES INNOVANTES

**BERNARD ATTALI**

**JACKY OUZIEL**

**GILLES TRIGANO**

Avec l'amicale contribution de Stéphane Bellanger

Préface de Laurent Benoudiz  
*Président de l'Ordre des experts-comptables de Paris Île-de-France*

Postface d'Elizabeth Decaudin  
*Déléguée générale de la CNCEF*

**RB**  
ÉDITION



# SOMMAIRE

---

PRÉFACE .....	11
---------------	----

---

AVANT-PROPOS .....	13
--------------------	----

---

## PARTIE INTRODUCTIVE

---

### **PRÉSENTATION DE LA GENÈSE DU CONCEPT DE CAPITAL IMMATÉRIEL À TRAVERS LA LITTÉRATURE ET SES PREMIÈRES APPLICATIONS**

<b>DÉFINITION ET IDENTIFICATION DU CAPITAL IMMATÉRIEL</b> .....	17
---	----

<b>1. Présentation du contexte</b> .....	17
--	----

<b>2. Un peu d'histoire</b> .....	18
-----------------------------------	----

2.1 Brève revue de la littérature .....	18
---	----

2.2 Skandia, première application pratique .....	20
--	----

2.3 Approches récentes en France pour appréhender le capital immatériel .....	21
---	----

<b>3. Économie de l'immatériel</b> .....	22
--	----

<b>4. Indice de mesure : la valeur comptable ?</b> .....	24
--	----

## PREMIÈRE PARTIE

---

<b>ENTREPRISES INNOVANTES : DIMENSION IMMATÉRIELLE ET LIMITES DES MÉTHODES D'ÉVALUATION USUELLES</b> .....	27
--	----

## CHAPITRE 1

---

<b>Le concept d'immatérialité</b> .....	29
---	----

<b>1. L'immatérialité, ce qu'il faut savoir</b> .....	29
---	----

1.1 Le capital immatériel, c'est quoi ? .....	29
---	----

1.2 Les capitaux immatériels, inventaire ? .....	29
--	----

1.3 Le capital immatériel, où le traite-t-on également ? .....	30
--	----

1.4 Actifs immatériels, que recouvrent-ils ? .....	32
--	----

## CHAPITRE 2

---

<b>Les limites des méthodes traditionnelles d'évaluation</b> .....	41
<b>1. Rappel des normes comptables et bonnes pratiques d'évaluation recommandées</b> .....	41
<b>2. Les méthodes classiques d'évaluation</b> .....	43
2.1 L'approche patrimoniale.....	43
2.2 L'approche actuarielle.....	45
2.3 L'approche comparative .....	47
2.4 Évaluation de l'entreprise.....	49

## DEUXIÈME PARTIE

---

<b>ENTREPRISES INNOVANTES : IDENTIFICATION DES CAPITAUX IMMATÉRIELS</b> .....	51
---	----

## CHAPITRE 1

---

<b>La maïeutique des actifs immatériels dans l'entreprise innovante</b> .....	53
<b>1. Le collectif et son fonctionnement</b> .....	53
1.1 Le capital dirigeant.....	53
1.2 Le capital collaborateur(s).....	54
1.3 Le capital organisationnel.....	54
<b>2. L'avantage compétitif</b> .....	55
2.1 Le capital innovation.....	56
2.2. Le capital Système d'Information.....	56
<b>3. Les partenaires de l'entreprise innovante</b> .....	57
3.1 Le capital <i>sourcing</i> (ou capital fournisseurs).....	57
3.2 Le capital (marché) client : le positionnement du produit et/ou du service.....	57
<b>4. La stratégie de l'entreprise innovante</b> .....	58
4.1 Le capital stratégie digitale .....	58
4.2 Le capital marque .....	58

## CHAPITRE 2

---

<b>Labellisation par des dispositifs publics</b> .....	61
<b>1. Politiques publiques de compétitivité et de labélisation des entreprises</b> .....	61
1.1 Le Crédit d'Impôt Recherche – CIR.....	61
1.2 Le statut de Jeune Entreprise Innovante – JEI .....	61
1.3 Le Fonds Unique Interministériel – FUI.....	61
<b>2. Soutien et promotion</b> .....	62
2.1 Les prêts d'honneur.....	62
2.2 Les incubateurs, accélérateurs et pépinières d'entreprises.....	62
<b>3. Capital sociétal financier</b> .....	63

## CHAPITRE 3

---

<b>Notoriété des investisseurs</b> .....	65
<b>1. Les types d'investisseurs</b> .....	65
1.1 Les investisseurs privés .....	65
1.2 Les investisseurs institutionnels.....	66
<b>2. Comment choisir son associé partenaire ?</b> .....	67
2.1 Les différentes phases et formes de financement .....	67
2.2 Nature des investisseurs en fonction de la maturité de la jeune pousse.....	68
<b>3. Le capital actionnarial</b> .....	69

## CHAPITRE 4

---

<b>Les étapes-clés de la vente d'un projet à de potentiels partenaires</b> .....	71
<b>1. Anticiper son développement</b> .....	71
1.1 Le mémorandum synthétique .....	71
1.2 Le <i>business plan</i> .....	72
1.3 Le besoin en fonds de roulement prévisionnel .....	72
<b>2. L'entrée d'investisseurs</b> .....	72
2.1 Le déroulement des <i>due diligences</i> .....	72
2.2 Le pacte d'actionnaires .....	72
<b>3. Soigner et conduire la relation entre actionnaires</b> .....	73

3.1	La gouvernance post-levée.....	73
3.2	La mise en place d'indicateurs.....	73

## TROISIÈME PARTIE

---

<b>ENTREPRISES INNOVANTES : APPRÉCIATION DES ACTIFS IMMATÉRIELS ET APPLICATION</b> .....	75
--	----

### CHAPITRE 1

---

<b>Méthodologie d'évaluation des Actifs Immatériels Stratégiques – AIS</b> .....	77
<b>1. Genèse de la méthode des AIS</b> .....	77
<b>2. Présentation de l'outil méthodologique pour le chargé d'affaires entreprises ou le chargé d'investissement</b> .....	78
2.1 Approche de valorisation des principaux AIS .....	78
2.2 Valorisation du <i>New Goodwill</i> (NGW).....	85
2.3 Identification des forces et faiblesse de l'entreprise innovante.....	87
2.4 Décotes et surcotes .....	88
2.5 Valeur actuelle et valeur future .....	93

### CHAPITRE 2

---

<b>Application par les chargés d'affaires entreprises ou chargés d'investissement</b> .....	95
<b>1. Délimitation du champ d'intervention</b> .....	95
1.1 Le mandat .....	95
1.2 Le cahier des charges.....	95
<b>2. Sélection des dossiers</b> .....	96
2.1 Comment découvrir des entreprises innovantes.....	96
2.2 Présentation synthétique et memorandum d'investissement.....	97
2.3 Analyse des éléments financiers prévisionnels.....	98
<b>3. Entretien du chargé d'investissement avec le dirigeant</b> .....	98
3.1 La présentation orale.....	98
3.2 Critères d'appréciation du capital immatériel.....	98
<b>4. Estimation de la valorisation de l'entreprise innovante et négociation</b> .....	99
4.1 La matrice de synthèse .....	99

4.2	La négociation financière.....	102
4.3	La négociation juridique.....	103
CONCLUSION.....		105

---

## ANNEXE 1

---

<b>Synthèse et autres pistes de réflexion pour la valorisation des actifs immatériels d'une <i>start-up</i></b> .....		107
<b>1.</b>	<b>Une autre dimension de l'entreprise</b> .....	107
1.1	<i>Start-up</i> , ce qu'il faut savoir : .....	108
1.2	Le créateur de <i>start-up</i> , c'est qui ?.....	108
<b>2.</b>	<b>Première étape : valorisation d'un associé</b> .....	109
2.1	Les actifs tangibles d'un associé d'une <i>start-up</i> .....	110
2.2	Les actifs intangibles liés à un associé .....	111
<b>3.</b>	<b>Deuxième étape : valorisation de l'équipe</b> .....	113
3.1	Les actifs liés à l'équipe.....	113
3.2	Les passifs immatériels.....	114
<b>4.</b>	<b>Troisième étape : estimation des forces et des faiblesses de la <i>start-up</i></b> .....	114
<b>5.</b>	<b>Quatrième étape : optimiser le déroulement du projet et affecter les talents</b> .....	119
5.1	Optimisation du déroulement du projet .....	119
5.2	Affectation des talents sur les tâches du projet .....	122

## ANNEXE 2

---

<b>Logiciels de valorisation et logiciels de notation</b> .....	125
---	-----

## ANNEXE 3

---

<b>Exemple de cas réel</b> .....	127
----------------------------------	-----

## ANNEXE 4

---

<b>Présentation synthétique de la méthodologie de la <i>Reference Value</i><sup>®</sup></b> .....		129
<b>1.</b>	<b>La Valeur de Référence</b> .....	129
<b>2.</b>	<b>Description générale du modèle</b> .....	129

<b>3. Focus sur le <i>rating</i> immatériel (IR)</b> .....	130
3.1 Le capital Clients.....	131
3.2 Le capital Humain.....	131
3.3 Le capital de Savoir.....	132
3.4 Le capital Marque.....	132

## ANNEXE 5

---

<b>Présentation synthétique de la méthodologie Valentin®</b> .....	133
--	-----

## ANNEXE 6

---

<b>Références bibliographiques</b> .....	135
--	-----

POSTFACE.....	139
---------------	-----

---



# PRÉFACE

---

**A**lbert Einstein, grand adepte de la relativité, a un jour déclaré : « *Ce qui compte ne peut pas toujours être compté, et ce qui peut être compté ne compte pas forcément* ».

Nos quatre auteurs, Bernard Attali, Stéphane Bellanger, Jacky Ouziel et Gilles Trigano, ont fait le pari de donner tort à Albert Einstein ce qui, à l'évidence, nécessite un certain courage et une bonne dose de talents. Dans cet ouvrage, les auteurs posent donc les bases d'une démarche rationnelle dans l'évaluation de ce qui par définition « ne peut pas toujours être compté » : le capital immatériel.

La force de leur approche repose sur la complémentarité de leurs parcours et la richesse de leurs profils : expert financier, enseignant, auditeur, économiste, mathématicien, chef d'entreprise, avocat, commissaire aux comptes et expert-comptable. Il fallait au moins être quatre, capitaliser l'expérience de quarante et disposer d'un peu d'intelligence pour affronter Einstein !

Évaluer le capital immatériel d'une entreprise mature est déjà un exercice difficile. Bien souvent, l'évaluateur privilégie la bonne vieille méthode des comparables, laissant, en réalité, le marché faire le travail d'évaluation à sa place. Aussi, si par comparaison d'agrégats financiers choisis avec pertinence, j'évalue mon entreprise à 100 lorsque sa valeur comptable n'est que de 40, j'ai, par différence, évalué à 60 le *goodwill*, le capital immatériel. C'est ainsi la différence entre la valeur de mon entreprise selon les marchés financiers et sa valeur comptable qui me permet d'évaluer son capital immatériel.

Lorsque l'entreprise de croissance a passé l'étape de validation de son modèle économique, la méthode pertinente est celle des DCF (*Discounted Cash Flows*). « *En termes simples, la valeur actuelle d'une entreprise est la somme de tout l'argent qu'elle gagnera dans le futur. (Pour correctement valoriser une entreprise, il faut aussi actualiser ces flux de liquidités futurs à leur valeur présente, car une somme d'argent donnée vaut aujourd'hui davantage que la même somme dans le futur)* », écrit Peter Thiel, célèbre investisseur de la Silicon Valley ayant investi dans Facebook, SpaceX et LinkedIn, dans son essai *De zéro à un* (JC Lattès, 2016).

Si la méthode des comparables et celle des DCF semblent appropriées pour externaliser une valeur du capital immatériel, par soustraction, lorsque l'entreprise est d'une taille suffisante, elle marque cependant plusieurs limites. Comment procéder quand il n'existe pas de comparables pertinents ? Quelles méthodes lorsque le modèle économique n'est pas encore abouti et qu'il serait plus que hasardeux de bâtir un

premier plan d'affaires ? Mais surtout, que contient ce capital immatériel et quels sont les actifs déterminants ? Est-ce le capital humain ? Le modèle économique lui-même ? Quelles peuvent être les composantes de ce capital immatériel ?

Répondre à ces questions paraît impossible et, trop souvent, l'évaluation d'un actif immatériel repose sur des bases irrationnelles. « Je sens bien l'équipe », dira tel investisseur. « J'aime l'ambiance de travail », appréciera un autre. « La complémentarité des dirigeants, les leaders de leur équipe, semble être un atout », pensera encore un autre.

Répondre à ces questions va également permettre à un investisseur d'identifier les actifs immatériels déterminants pour la suite de l'aventure. Quel intérêt de mettre en place un contrôle de gestion rigoureux si la valeur de l'entreprise repose, en réalité, sur tel ou tel actif immatériel identifié ? En préserver la substance et en garantir sa pérennité sera certainement plus créateur de richesse !

Bernard Attali, Stéphane Bellanger, Jacky Ouziel et Gilles Trigano proposent d'éclairer la démarche d'identification et d'évaluation des actifs immatériels en rationalisant celle-ci. Quels sont les actifs qui composent ce capital ? Comment les identifier ? Quelle démarche pour les évaluer ? Comment les prendre en compte pour réussir, au final, à compter ce qui ne peut pas toujours être compté ?

**Laurent Benoudiz**

*Expert-comptable, commissaire aux comptes*

*Président de l'Ordre des experts-comptables de Paris Île-de-France*

# AVANT-PROPOS

---

Les rapports se succèdent et tous<sup>1</sup> soulignent que la France a une capacité de création d'entreprises substantielle. Cependant, ces dernières ne parviennent pas à croître. Elles sont inventives, mais sont rapidement contraintes par le manque de financement. Le créateur d'entreprise et le financeur ou l'investisseur doivent donc utiliser le même référentiel : celui de la valeur. Que vaut une jeune pousse (ou *start-up*) ?

Une entreprise innovante est une entreprise originale. Elle défie toutes les méthodes d'évaluation traditionnelles<sup>2</sup>. Et si cette entreprise innovante est en phase de démarrage, elle ne génère (presque) pas de chiffre d'affaires et n'a donc pas encore fait ses preuves. Elle développe une innovation ou une idée innovante qu'elle souhaite transformer en *business*. Elle est singulière et n'est donc pas comparable à des entreprises apparemment analogues. Ainsi, sa valeur réside dans sa capacité de création. Une telle entreprise, c'est surtout de l'immatérialité.

La valeur d'une *start-up* est fonction de la capacité à estimer son capital immatériel. En procédant à l'examen des éléments de ce dernier, le financeur ou l'investisseur apprécie le score de confiance qu'il peut lui attribuer. Or, le *start-upper*, lui, ne retient généralement pas d'estimation de son capital immatériel pour déterminer ce que vaut son entreprise. Il considère que ce capital immatériel est l'instrument qui lui permettra d'extérioriser de la valeur. En effet, son plan d'affaires prévisionnel (ou *business plan*) sert de base à la détermination d'une valeur d'entreprise, en fonction de ce qu'il est, de ce qu'il a et de ce qu'il ambitionne de faire.

L'évaluation qui ressort du plan d'affaires prévisionnel correspond donc à la perception qu'en a son dirigeant, alors même que la confiance du financeur ou de l'investisseur est la combinaison de l'idée qu'il se fera de la personnalité du créateur dirigeant, de son innovation et de sa capacité à la développer.

Il existe donc une divergence d'appréciation de la valeur. Le prix d'une entreprise innovante résulte de la confrontation de ces points de vue.

- 
1. *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, dit Rapport Gallois du 5 novembre 2012 ou encore *Proposition d'une politique publique en faveur du capital immatériel* pour la France 29 octobre 2013.
  2. Voir *Valorisation des entreprises – Corporate & Equity Valuation*, Philippe Thomas, collection Les Essentiels de la Banque et de la Finance, RB Édition, 2018, 128 pages.  
Voir aussi *Principes de Finance d'Entreprise – Corporate Finance – Création de valeur*, Philippe Thomas, 3<sup>e</sup> édition, Master Finance, RB Édition, 2018, 248 pages.

Lorsque l'on étudie la valorisation des entreprises, à travers notamment la mesure de la qualité de leur « fonds de commerce », il faut bien reconnaître que les approches exclusivement financières s'écartent souvent de la vérité des prix de cession des PME.

Dans un contexte concurrentiel, les entreprises innovantes ont besoin d'un environnement favorable et de capitaux pour croître. Aussi, est-il important de qualifier (*business model*, modèle d'affaire) et de quantifier (innovation) leurs points forts et faibles. Comment peut-on y parvenir ?

L'objet de cet ouvrage n'est pas de proposer un outil visant à discerner la juste valeur d'une entreprise innovante, mais d'avancer un exemple de méthodologie qui va relativiser la valeur de l'entreprise. Par le biais de critères d'analyse du capital « immatériel », elle permettra de pondérer la valorisation de ce type d'entreprise.

Cet ouvrage opérationnel s'adresse plus particulièrement aux chargés d'affaires entreprises du monde bancaire et aux chargés d'investissement de l'industrie des fonds. Une entreprise innovante développe un avantage compétitif susceptible de propulser sa croissance de façon exponentielle. La méthodologie présentée dans cet ouvrage revêt, aujourd'hui, une actualité particulière avec le développement des sociétés de services utilisant pleinement les ressources de la digitalisation et dont le capital immatériel (dont le périmètre se recoupe parfois aussi avec actif immatériel ou bien avec actif intangible ou encore avec actif incorporel) est généralement prépondérant.

En effet, le chargé d'affaires au sein d'une banque (financement des entreprises) ou le chargé d'investissement d'un fonds joue un rôle particulier dans l'analyse et l'estimation de la valeur. Il valide, pour l'utiliser, l'information. Son opinion doit être neutre et fiable. La méthodologie présentée ici vise à l'aider à construire son raisonnement afin de mieux appréhender les atouts et les faiblesses d'une entreprise innovante. Elle le conduira à orienter ses travaux en y intégrant des éléments extra-financiers qui contribuent à extérioriser de la valeur.

Les entreprises innovantes disposent d'actifs tangibles, ou corporels, souvent réduits comparativement à leurs ambitions de développement. En général, la recherche de fonds est capitale pour la poursuite de leur activité. Leur potentiel de développement est totalement imprévisible.

Le rôle du chargé d'affaires entreprises et du chargé d'investissement sera alors d'identifier et de faire reconnaître ce « capital » qui permettra au projet de prospérer en trouvant le financement adéquat. Aussi, celui-ci peut ici intervenir à deux niveaux : le premier en accompagnant ces entreprises innovantes sur certains aspects de leur gestion ; le second lors de la recherche de financement, où il sera à même d'apprécier la solidité de la jeune pousse et de ses perspectives d'évolution.

Nous nous plaçons sous l'angle du chargé d'affaires entreprises ou du chargé d'investissement qui assiste son client partenaire dans les démarches d'appréciation et de construction d'un dossier de financement ou de prise d'investissement, travail utile à tous.

Après une brève revue de la littérature portant sur le sujet, les points de vue des économistes et des comptables seront abordés en partie introductive.

Des critères relatifs aux actifs immatériels et les limites des méthodes traditionnelles d'évaluation seront développés dans la première partie. Puis, les actifs immatériels seront présentés et analysés dans la deuxième partie.

Enfin, l'appréciation des composantes des actifs immatériels permettra de proposer, dans la troisième partie, une méthodologie destinée aux chargés d'affaires entreprise ou aux chargés d'investissement afin de mieux appréhender la valorisation d'une entreprise innovante dans le temps.