

CONFERENCE ANNUELLE DU MASTER 225

15x l'EBITDA et 300 licornes : la valorisation a-t-elle encore un sens ?

Compte-rendu de la table ronde n°2

« *Start-ups : entre hyper-valorisation et vallée de la mort* »

La table ronde animée par Baptiste Rubat, journaliste chez [CF News](#), rassemblait cinq spécialistes, investisseurs ou conseils, du capital risque : Matthieu Lattes, Head of Venture chez [Rothschild](#), Morgann Lesné, associé chez [Cambon Partners](#), Charles Letourneur, managing partner chez [Alven Capital](#), Christophe Raynaud, directeur général chez [ISAI](#) et Olivier Younès, associé gérant chez [EXPEN](#).

Au regard du paradoxe observé, entre le phénomène relativement récent des licornes et l'equity gap rencontré par certaines start-ups après une ou deux premières levées de fonds, nous nous sommes interrogés sur la répartition des liquidités sur le marché du capital risque et sur les drivers des valorisations des start-ups. C'est donc en vue de nous éclairer sur ces sujets que la table ronde a été organisée.

Il était nécessaire dans un premier temps de revenir sur les drivers des valorisations en venture capital. Contrairement au capital transmission, où les entreprises sont évaluées principalement à l'aide de multiples appliqués à leurs agrégats comptables, en capital risque, ces agrégats sont inexploitablement et la valorisation des start-ups doit tenir compte d'autres paramètres.

« *En early-stage, la valorisation n'est pas un sujet scientifique* », nous indique Charles Letourneur, elle se déduit grâce à la détermination d'un certain nombre d'éléments stratégiques qui peuvent être objectifs ou subjectifs : L'étude du marché et du management ; la quantité de ressources nécessaire à l'entreprise pour prouver le succès de son business model ; la dilution des fondateurs « *to keep some skin in the game* » et rester impliqué dans le développement ; les opportunités de liquidité (IPO, M&A) ; le pacte d'actionnaires (mécanismes de liquidité préférentielle) ; le multiple de sortie désiré par l'investisseur, qui se situe entre 5-10x, étant donné le caractère risqué du venture capital ; la confrontation entre l'offre et la demande. Soit autant d'éléments, sur lesquels se retrouvent les cinq intervenants, qui interagissent les uns avec les autres tels des vases communicants et influencent l'évaluation des start-ups, de manière plus ou moins forte.

S'est ensuite posée la question de l'equity gap et de la vallée de la mort (*Geoffrey Moore*) : a-t-il été couvert par l'essor du venture capital (crowdfunding, fonds ISF, fonds VC corporate, Business Angels, développement des fonds VC) ? Concerne-t-il toutes les entreprises, tous les secteurs d'activité ?

Sur ce point encore, les intervenants sont d'accord, l'equity gap s'est déplacé. Les aides publiques d'un côté, comme la BPI, le FNA ou la loi TEPa ISF et le développement vertical des fonds VC de l'autre, ont favorisé l'orientation des capitaux vers les levées de fonds de taille intermédiaire (500k-2M). Christophe Raynaud ajoute que le fonds, ISAI, dont il est à l'origine, à la frontière entre les Business Angels et les VCs, est né, en 2009, pour combler en partie cette vallée de la mort.

Selon Morgann Lesné, il serait désormais plus juste de parler de « *skills gap* » que d'equity gap, étant donné qu'un bon dossier ne rencontre pas souvent de difficultés à se financer. Christophe Raynaud nuance cependant cette réponse, « *certains secteurs, comme la santé, restent très exposés à la vallée de la mort* ».

Aujourd'hui, le principal equity gap se situerait donc du côté des grosses levées (50-200M), que peu d'investisseurs en France seraient prêts à assumer : d'une part, par manque de fonds et d'autre part, par manque de débouchés. Matthieu Lattes souligne ce

phénomène en invoquant un cercle vicieux : Etant donné qu'il n'y a pas eu beaucoup de sorties à 500M en France, les investisseurs ont tendance à penser qu'il n'y en aura pas et sont alors réticents à financer des tickets aussi élevés que ce que l'on pourrait voir aux USA. Ils encouragent ainsi les entrepreneurs à chercher des fonds anglo-saxons, au détriment du développement du capital risque français.

Les intervenants ont par la suite été invités à s'exprimer sur les caractéristiques de l'écosystème des start-ups aux Etats-Unis par rapport à l'écosystème français. Par quels facteurs s'explique la différence de performance des start-ups sur ces deux marchés ? La France est-elle en train de rattraper son retard ?

Ce sujet, difficile à traiter, tant la comparaison entre les deux pays est limitée par leurs caractéristiques opposées (taille, culture, structure de l'écosystème), permet malgré tout de déterminer des bonnes pratiques.

Depuis 2015, le marché américain, inondé des liquidités provenant des mesures de quantitative easing est euphorique. Les valorisations des entreprises sont alors poussées à la hausse en continue, et c'est ainsi que les premières licornes ont émergé.

Cependant, outre cet afflux de liquidités, le potentiel des start-ups américaines est favorisé par les synergies réalisées entre les grandes universités, les accélérateurs, le mentoring et les VCs, ainsi que par la force de frappe d'une entreprise face à un marché de 300M d'américains.

Les fondateurs de start-ups américaines et les investisseurs qui les accompagnent sont par ailleurs nourris de plus grandes ambitions et prêts à affronter de plus gros risques. Charles Letourneur nous rappelle la véritable culture de prise de risque et de « *paid forward* », qui anime les entrepreneurs américains et permet de décupler leur potentiel. En rapprochant ces quatre éléments, liquidités, synergies, taille et culture, il devient plus aisé de comprendre pourquoi les start-ups américaines se focalisent plus, en early stage, sur leur croissance, que sur la viabilité de leur business model.

Cependant, les intervenants tenaient à rassurer l'audience, en exprimant leur confiance quant au développement du marché français et quant à son potentiel. Christophe Raynaud indiquait notamment que le capital risque était légèrement plus développé au Royaume-Uni qu'en France, mais que l'écosystème des deux pays européens tendait, à long-terme, à se rapprocher de celui des Etats-Unis. Olivier Younès a quant à lui ajouté que la France maintenait une longueur d'avance sur tous les sujets scientifiques et mathématiques, ô combien porteurs, tels que le Big Data et l'algorithmique.

Hortense Bertran de Balanda
Etudiante du master 225 – Université Paris Dauphine