

Xavier Lazarus : “Qu'en est-il des valorisations dans les tours de VC ou de financement ?”

Xavier Lazarus, cofondateur du fonds d'investissement Elaia depuis 20 ans, partage sur Maddyness sa réflexion sur les évolutions actuelles du marché. Ce qui a pu se passer ces deux dernières années et comment il est possible de l'interpréter.

Temps de lecture : minute

11 août 2022

Ancien chercheur en mathématiques abstraites, managing partner d'Elaia, au board de startups comme Mirakl & iBanFirst, il revient dans nos colonnes dans une série de 5 épisodes, qui seront publiés toutes les semaines, sur le monde qui s'ouvre à nous et ce à quoi l'écosystème doit se préparer (ou non) dans les prochaines années.

A relire :

- Chapitre 2 : Ajouter un deuxième problème à l'éclatement de la bulle, [à retrouver ici](#).

Chapitre 3 : Qu'en est-il des valorisations dans les tours de VC ou de financement ?

Les acteurs du Venture Capital (VC) vont sans aucun doute s'adapter au nouveau visage de l'économie. Rappelons que la valorisation d'une entreprise est la valeur projetée des futurs flux de trésorerie attendus de cette même entreprise. Les multiples de valorisation (basés sur les bénéfices, sur l'EBIT ou sur les revenus) ne sont qu'un indicateur,

reflétant principalement les attentes de croissance de l'entreprise. Si l'avenir de l'économie est plus sombre ou flou, les perspectives de croissance sont alors plus faibles, donc les multiples s'adapteront. Nous ne sommes pas ici face à un déséquilibre offre/demande à court terme similaire à mars 2020 où le Nasdaq perdait environ 30% et les regagnait en quelques semaines seulement. Les multiples de valorisation devraient rester " plus bas " pendant un certain temps. A court et moyen terme, cela pourrait être douloureux pour les fondateurs, l'attractivité de leur plan d'intéressement en actions et les évaluations au prix du marché dans les livres de leurs bailleurs de fonds. Mais il n'y a aucun moyen d'échapper à cette révision des prix, pour la plupart des entreprises du marché.

L'un des retours habituels que je reçois lorsque j'exprime cette opinion à des collègues ou des entrepreneurs, est que les P&L actuels et les mesures commerciales ne sont pas alignés avec cette prédiction : les chiffres du Q1 étaient entre bons et excellents et ceux du Q2 ne semblent pas trop dramatiques - même si les bénéfices du Q2 réalisés par les sociétés liées à la publicité telles que Snap et le drame associé sur le marché sont une alarme nous avertissant que nous nous rapprochons d'un iceberg.

Alors, que pourrait-il se passer ici ?

Pour moi, c'est assez simple : les budgets n'ont pas encore été revus et les entreprises sont toujours ouvertes à l'investissement. Rappelez-vous, les budgets ont été conçus en 2021, sous l'euphorie. Les *re-forecasts* commenceront cet été, et rien ne bougera avant cela. Tout cela va se passer lorsque les chiffres du S2 2022 et les prévisions pour 2023 seront connus, car ces chiffres seront basés sur la demande ajustée du marché, une fois les facteurs macro-économiques digérés. Cela peut également expliquer pourquoi les marchés des capitaux seront assez volatils pendant un certain temps : les analystes et les gestionnaires de fonds ont

du mal à croire les prévisions actuelles ou à analyser les chiffres récents et attendront une consolidation des résultats des sociétés cotées, pour décider de celles qu'il faut soutenir et celles qui ne le méritent pas.

Ce qui est encore plus inquiétant, c'est que la manœuvre habituelle des États-Unis (où les institutions publiques et des banques se mobilisent pour soutenir les marchés et l'économie), ne fonctionnera pas cette fois. Leur mouvement historique consiste à injecter des niveaux élevés de liquidités à un coût bon marché. Appelez cela, un renflouement ou un assouplissement quantitatif, etc... Cette fois, cela n'arrivera pas !

Nous sommes post-Covid, les réserves des états sont vides, et la lutte contre l'inflation empêche de maintenir des taux d'intérêt bas - sans parler du dramatique contexte géopolitique qui ajoute à l'incertitude mondiale. La Fed américaine a relevé ses taux d'intérêt de 0,75% pour la deuxième fois consécutive, afin de lutter contre l'inflation, ce qui est tout à fait le contraire de ce qui s'est passé pendant Covid (lorsqu'ils ont abaissé les taux d'intérêt à près de zéro pour soutenir l'économie). Il en va de même en Europe où, le même jour, la Banque Centrale Européenne a relevé les taux d'intérêts, pour la première fois en 11 ans.

Les VC ont-ils une forte réserve de trésorier qui attend d'être investie ?

Un autre argument qui n'est pas en faveur de la correction du marché du capital-risque, est le niveau invisible de liquidités en attente d'être investis (dry powder) dans les fonds de capital-risque, fournissant une forte demande qui soutiendra les prix du marché. Mon point de vue ici est que ce phénomène, aussi réel soit-il, ne peut fournir qu'une illusion de durabilité à court terme.

Voici pourquoi :

Lorsque nous parlons de financement des entreprises, l'argent ressemble à un fluide, circulant d'un seau à l'autre à travers des tuyaux, chaque seau étant une étape de financement, un seau " final " étant la sortie. La sortie habituelle d'un VC consiste à faire entrer l'entreprise en bourse ou à la vendre à un acteur du Private Equity ou à un acquéreur stratégique. Dans cette analogie simplifiée, les valorisations seraient alors un type particulier de mesure de ce flux, lorsque vous passez d'un seau à un autre - peut-être que le diamètre du tuyau serait le meilleur indicateur de l'évaluation.

Actuellement, le réservoir qui alimente le système est plein, que ce soit en amorçage ou en Private Equity. Alors, pourquoi les tuyaux ne restent-ils pas grands ouverts ? Le marché financier s'est fermé, ce qui signifie que le seau de sortie est bien plus petit qu'avant ; le tuyau qui y mène est soit fermé pour les introductions en bourse, soit beaucoup plus étroit pour les opérations de fusions et acquisitions (la plupart des acquéreurs stratégiques sont des sociétés cotées, qui paient en fonction de leur propre multiple). Le seau Private-Equity (PE) est toujours bien rempli, alors pourquoi ne serait-il pas encore prêt à payer légèrement trop cher pendant un certain temps ? Les acteurs du PE seront et sont déjà les premiers et les plus solides pour s'adapter aux prix des fusions et acquisitions, car leur thèse d'investissement est toujours beaucoup plus axée sur les comparables du marché, les marges bénéficiaires et les flux de trésorerie que chez les autres investisseurs.

Le débit devra s'adapter avec cette nouvelle donne : le dernier seau est plus petit et, par conséquent, la taille des tuyaux intermédiaires diminue et les valorisations s'adapteront. Pire, la macro-économie actuelle me fait croire qu'il y aura éventuellement moins d'eau dans le système pour reconstituer les réservoirs lorsqu'ils seront vidés... Une autre raison pour laquelle les valorisations s'adapteront également à plus long terme et peut-être pour longtemps, et que tout effet de "Dry Powder" est temporaire et ne doit pas induire en erreur.

En France, la réduction des flux d'argent a commencé

Soit dit en passant, les chiffres récents de [Crunchbase](#) pour la France sont clairs comme de l'eau de roche : la réduction des flux d'argent a commencé, le financement du capital-risque au Q2 2022 est inférieur de 27 % à celui du Q1. Mais le Q2 2022 reste toujours supérieur aux chiffres de tous les trimestres avant 2021, car les réservoirs restent encore assez pleins. La correction a commencé et est loin d'être terminée.

La France a affiché un montant de financement record au Q2 2022 de 3,2 milliards d'euros (source : [Dealroom.co](#)), ce qui l'a propulsée à la première place des écosystèmes technologiques de l'UE. Nous sommes tous très heureux de faire partie d'un écosystème en plein essor mais ces données sont à prendre avec précaution.

Une question cruciale revient sans cesse : s'agit-il d'une révolution technologique française ou juste d'un retard par rapport à l'écosystème mondial ?

Nous devons nous préparer, préparer nos entrepreneurs et nos investisseurs à ce phénomène. Est-ce mauvais pour l'écosystème ? Pas vraiment pour ceux qui savent s'adapter mais cela peut être un véritable drame pour les acteurs qui ont construit des stratégies de fonds, des plans de croissance ou des allocations d'actifs qui s'appuient, pour performer voire survivre, sur un monde qui fonctionnerait comme en 2021.

Les principales conséquences auxquelles notre écosystème devra faire face

1. Les dilutions vont augmenter. Nous sommes à un niveau très bas

depuis quelques années. Nous, les VC en phase de démarrage, devrions revenir rapidement à 25 à 30% de propriété à chaque tour. Le pic de dilution qui s'est produit sur le marché lors des deux crises précédentes était de 40 % et plus, donc même à 25-30 %, il y aura encore de la place pour que les dilutions augmentent. Est-ce une bonne nouvelle pour les VC ? Les premiers investisseurs devraient-ils demander directement ces niveaux élevés de dilution désormais ? Nous devons être prudents, car si un investisseur en amorçage ou de série A anticipe trop l'adaptation du marché et demande une énorme partie du capital en échange de moins d'argent, l'alignement des intérêts entre les futurs investisseurs et les membres fondateurs pourrait être complètement compromis, tout comme la capacité à lever plus d'argent lors des tours suivants. Les dilutions vont augmenter mais les meilleurs VCs n'asphyxieront pas leurs entrepreneurs.

2. Les montants des levées de fonds seront plus faibles. Pour éviter que la dilution ne soit trop punitive, les entrepreneurs vont mécaniquement lever moins d'argent. Par conséquent, les entreprises devront apprendre à faire la même chose, sinon plus, avec moins. Rien de nouveau pour les entreprises des secteurs qui ne sont pas historiquement bien financés, comme beaucoup de Deeptech : elles continueront juste leur bout de chemin comme d'habitude. Certains secteurs gâtés, où l'argent était disponible sans compter et avec un ROI important, devront revenir à l'essentiel. Avec moins d'argent, nous devons être plus intelligents ou plus créatifs à minima. Il pourrait même y avoir une grande partie des entreprises technologiques, dont l'existence sera remise en question. Celles avec des modèles économiques dont la viabilité ne repose que sur l'argent des VC par exemple (est-ce que tout le monde sera vraiment prêt à payer une livraison pour une boîte de 6 œufs, dont vous "avez besoin" à 2 heures

du matin pour une soirée crêpe ?)

3. La concurrence entre les VC va s'intensifier puis se réduire fortement. Avec des levées des fonds plus faibles alors que les fonds de capital-risque sont encore chargés, la syndication servant à réduire son exposition au risque sera une discussion plus complexe maintenant pendant quelques trimestres. La concurrence sera toujours intense pour les meilleures entreprises, en particulier lorsqu'elles sont fondées par des entrepreneurs réguliers. Cela donnera d'abord un certain pouvoir de négociation aux meilleurs entrepreneurs pour maintenir les valorisations, mais lorsque les fonds actuels seront investis et que la taille de leur prochaine génération se sera adaptée, la syndication reviendra à sa manière habituelle et ce pouvoir de négociation temporaire disparaîtra. La concurrence entre fonds va évoluer en conséquence.

4. La taille des fonds cessera de grimper et pourra même diminuer dans certains cas. Lorsque la concurrence entre les fonds va diminuer et que les cycles de financement des entreprises se stabiliseront à la bonne taille à chaque étape, les sociétés de capital-risque et leurs investisseurs vont devoir adapter et fixeront le bon niveau de taille et de rythme d'investissement, pour offrir le rapport performance/taille optimal. Je ne connais pas la réponse exacte, mais pour la plupart des VC, c'est clairement en dessous des chiffres gonflés de 2021.

5. Toutes les entreprises ne seront pas en mesure de lever des fonds. À un moment donné, l'argent manquera dans le système et il y aura plus d'opportunités que d'argent liquide sur le marché. Les startups de

deuxième rang seront les premières à en souffrir et la plupart d'entre elles auront du mal à lever des fonds. Si la crise dure trop longtemps, certains bons actifs pourraient également tomber. Et cela fait vraiment mal !

6. Les évaluations intermédiaires seront beaucoup plus raisonnables. La seule évaluation importante dans le parcours d'un entrepreneur ou d'un investisseur est celle à laquelle il vendra ses parts de l'entreprise. Le reste n'est que des taux de dilution, des preuves de succès potentiels, des mesures de vanité, etc. Ces dernières années, ils ont été présentés par des entrepreneurs ou des VC comme des réalisations de toute une vie. Ce sera fini et les gens comprendront que la valeur réelle est devant nous et n'est pas cristallisée par un seul nombre intermédiaire.

7. Les rondes à plat et en bas seront de retour. Les entrepreneurs et les investisseurs devraient simplement reconnaître que les valorisations ne sont pas une fonction en constante augmentation et ne pas mettre en péril l'ensemble de leur travail pour ne pas avoir à déclasser la marque d'un fonds au multiple du marché ou à perdre le statut de licorne. On le voit déjà des deux côtés de l'océan. Monter un flat ou down round n'est pas un drame. Le seul drame est de faire faillite. Dans ce cas, toutes les personnes impliquées auraient tout perdu... S'il est vrai que ce qui ne vous tue pas vous rend plus fort, ce qui vous a tué, vient de vous tuer.

8. Certaines stratégies d'investisseurs imprudents seront compromises. Les gros investissements secondaires dans les tours, la liquidité

partielle, etc., diminueront à un point tel qu'ils deviendront plus rares que de voir une licorne réelle. Certains des VC solos, des startup studios, des micro-fonds et des clubs d'anges dont la stratégie était d'investir tôt sans suivi, de pomper la valorisation au maximum en organisant un concours de danse du ventre d'investisseurs de stade ultérieur, et finalement de s'échapper avec de forts bénéfices (5 à un multiple de 10) avant que l'entreprise n'ait beaucoup démontré, devraient revoir leurs modèles.

9. Les offres structurées seront de retour. Structuration veut dire réduction, clauses de préférence participative, parfois même avec un multiple, etc. Pour être honnête, j'ai toujours pensé que ce sont des outils efficaces pour adapter à la marge la table des caps en sortie lorsque les valorisations sont à risque. Cependant, un problème sérieux réside dans l'empilement incontrôlé de ces droits et la gouvernance insensée qui pourrait en résulter lorsque des couches structurées sont ajoutées tour après tour. Je pense que si les valorisations et la taille des tours s'adaptent, et s'il n'y a plus de comportement "criminel" dans les tours intermédiaires où une grande partie de l'argent est allé dans les poches des premiers bailleurs de fonds, nous ne devrions pas avoir besoin de surjouer ce retour de la structuration, surtout au stade précoce. Mais parfois le marché surcorrige l'excès du passé par un excès dans l'autre sens...

Le message est clair : sur le marché, tout le monde sera du côté des acheteurs pendant

un certain temps.

Heureusement, acheter une entreprise moyenne à bas prix sera toujours considéré comme une mauvaise idée dans une entreprise à un stade précoce, même si ce ne sera pas aussi mauvais que d'en acheter une à un prix élevé. Le marché ne se transformera pas en un jeu d'alimentation par le bas. Je m'attends à ce que cette correction se fasse à différentes échelles ultérieurement (série B ou supérieure), en fonction de la qualité de l'entreprise et que le marché ne se comporte pas de la même manière pour chaque startup.

- Les meilleures entreprises ne souffriront que peu et mettront plus de temps et d'efforts pour atteindre leurs objectifs, mais elles finiront par performer. Les meilleurs, s'ils sont actuellement très bien financés, ne devraient même pas corriger leurs valorisations actuelles et devraient facilement attirer plus d'argent et d'investisseurs dans de bonnes conditions, même si elles ne sont pas aussi bonnes que l'an dernier.
- Les bonnes entreprises qui ont levé récemment un gros tour de table en phase avancée seront toujours valorisées de manière suffisamment significative (au moins celles qui ont un modèle commercial positif), donc si elles dépensent leur argent sagement, elles pourraient réussir à passer et si elles choisissent leur investisseur principal correctement, ils devraient recevoir un soutien et même peut-être des liquidités supplémentaires à un coût décent de leur syndicat actuel pour surmonter la crise. Ensuite, ils seront de retour sur la bonne voie, même si c'est à une altitude inférieure.
- Les " bons mais pas si grands " ou les " bons mais avec un besoin

urgent de liquidités ", qui en sont encore à leurs débuts, auront plus de mal à attirer de l'argent dans de bonnes conditions. Il peut être judicieux de leur conseiller de rechercher un plan B parallèlement à leur exécution en cours.

Que pourrait alors être ce plan B pour ces derniers ?

Aux États-Unis, il est assez difficile d'imaginer un plan B qui ait du sens. Les investisseurs jouent toujours " all-in ", ne recherchant que le gros jeu. Les entrepreneurs suivent cette tendance pour obtenir leur argent, donc réduire la vitesse est généralement un signal définitivement négatif.

Mais en Europe, nous manquons historiquement d'options " big game ". Nous ne discuterons pas pourquoi ici; cela a été débattu pendant un certain temps maintenant et est déjà assez bien documenté (pas de grand marché unique pour démarrer, le type de CV des VC, manque d'argent sur le marché, pas de Nasdaq ou de fusions et acquisitions fortes pour sortir, etc.). Nous ne discuterons pas non plus des énormes progrès réalisés par notre écosystème européen sur le sujet au cours de la dernière décennie, ni des conséquences positives sur les performances et l'échelle de notre industrie locale du capital-risque. Mon but est seulement de dire que nous n'avons pas les mêmes probabilités en Europe de réussir à très grande échelle qu'aux États-Unis, alors que nous avons un moyen plus facile de nous adapter et de réduire si nécessaire.

Les investisseurs européens avisés cesseront d'attendre des sorties d'un milliard de dollars et accepteront le fait que la plupart de nos bonnes entreprises européennes sortiront par dizaines ou quelques centaines de millions même en cas de succès. Un plan B intéressant, à mon avis, serait d'envisager des options de sortie à court terme pour les bonnes entreprises qui pourraient soit opérer dans un marché difficile au cours des prochaines années, soit avoir du mal à lever des fonds à court /

moyen terme. N'oubliez pas que les fonds de Private Equity sont chargés et sont généralement de grands partisans du playbook de construction.

En outre, de nombreuses entreprises qui ont été introduites en bourse en 2021 ou avant sont également riches en liquidités et pourraient ne pas être en mesure de réaliser leur plan promis de manière organique dans ce nouveau paysage de marché. Il y a toujours un fort appétit pour la consolidation sur le marché, et des entreprises solides mais petites sont attrayantes dans un tel scénario. Certes, les valorisations ne doivent pas être comparées aux niveaux de 2021 et devraient pour la plupart se terminer dans la fourchette 6-12x ARR, selon la trajectoire de croissance et le marché visé. Mais il est toujours préférable de gagner quelques millions pour chaque fondateur, de rendre un multiple décent aux premiers bailleurs de fonds et d'accepter qu'il ne s'agissait pas d'une entreprise de plusieurs milliards d'euros, que d'enterrer tout le monde la tête dans le sable en espérant que les dieux du marché aideront. Alors que l'horizon de la liquidité et les valorisations attendues à la sortie doivent être adaptés aux nouvelles conditions du marché, il existe des moyens positifs, pour quiconque s'adapte en temps opportun, de générer des rendements positifs - et cela pourrait être un plan B intelligent.

A l'inverse, pour les meilleures scale-ups, pleines de cash et avec une forte valeur papier, jouer le jeu de la consolidation en tant qu'acheteur est l'une des options les plus excitantes qu'elles pourraient trouver sur le marché pour soutenir leur croissance et justifier leur valeur 2021.

Maintenant qu'il semble clair que nous sommes dans une nouvelle phase du marché, que ce soit sur le plan financier ou commercial, que doivent faire les entrepreneurs au quotidien pour s'adapter ? Discutons-en dans le chapitre suivant.



À lire aussi

Xavier Lazarus : "Il y a un deuxième problème à l'éclatement de la bulle technologique"

Article écrit par Xavier Lazarus