

En partenariat avec :

**CAMBON**  
 | PARTNERS

# LA FRONTIÈRE ENTRE FONDS CAP-DEV-LBO ET FONDS VENTURE SE RÉDUIT

L'environnement des sociétés de croissance – start-up et scale-up – a considérablement évolué ces dernières années, notamment en France, pays aspirant au statut de start-up nation. Tout va plus vite, plus loin, plus haut et cela s'explique par de multiples raisons : les entrepreneurs sont plus expérimentés et mieux formés à l'entrepreneuriat, les business models plus matures, les opportunités business plus nombreuses grâce à la digitalisation de l'économie, la chaîne de financement plus massive et efficace, les sorties industrielles plus fréquentes

PAR MICHAEL  
AZENCOT & ROMAIN  
DEHAUSSY,  
PARTNERS,  
CAMBON PARTNERS

**F**ace à ce constat, le private equity, s'organise et souhaite jouer un rôle prépondérant en contribuant plus fortement et en profitant de cette création de valeur massive sur le long terme. En effet, un besoin est progressivement apparu dans la chaîne de financement, à mi-chemin entre le capital-risque et le capital-développement. Et cela a attisé les convoitises.

Ainsi les fonds venture souhaitent s'investir plus longtemps avec des capitaux déployés plus importants. Cela s'explique par les raisons suivantes :

- les sommes gérées sont de plus en plus importantes et les tickets moyens d'investissement sont, de ce fait, plus conséquents ;
- le marché a mûri avec des start-up devenues scale-up, segment de marché qui n'existait pas (ou quasiment pas) il y a encore 10 ans ;
- ces fonds aspirent à mitiger leurs risques en accompagnant des entreprises plus mûres, qu'ils connaissent déjà de longue date.

Quant aux fonds traditionnels de type capital-développement/LBO, ces derniers veulent capter plus rapidement l'essor des sociétés de croissance avec un profil de risque légèrement dégradé par rapport à leurs standards. Ce mouvement traduit plusieurs phénomènes :

- le LBO est une classe d'actifs encombrée, concurrencée par d'autres outils (mezzanine, unitranche), avec des objectifs de TRI abaissés et une création de valeur moins évidente depuis quelques années ;
- les souscripteurs de ces fonds souhaitent pouvoir bénéficier d'histoires de multiples exponentiels (à x50 ou x100), que seul l'investissement venture dans la tech peut offrir ;
- les scale-up présentent un profil de risque acceptable avec des business model éprouvés, notamment le SaaS, offrant, par essence, une forte visibilité de chiffre d'affaires.

Cela aboutit donc à l'implication de ces acteurs dans l'émergence de fonds de growth equity « tech ». Nous retrouvons, par exemple, Capza Growth, Sagard New Gen, Infravia Growth, Isai Expansion... Ces acteurs savent adresser les spécificités de ces sociétés en forte croissance, pas encore forcément rentables (bien que proches), des actionnariats diversifiés et des défis d'exécution différents de ceux relevés lors d'étapes plus « early ».



Il était d'autant plus important que ces acteurs émergent en France que les fonds anglo-saxons s'étaient déjà emparés du sujet et sont longtemps apparus comme les seuls pouvant répondre à cette problématique, à l'image de Kennet Partners, PSG ou Expedition Capital.

Cette porosité entre ces deux mondes est une aubaine pour les entreprises de croissance françaises ayant accès à des partenaires en capacité d'adresser l'ensemble de leurs besoins et toujours plus nombreux. Car ces entreprises ont aussi évolué ; il ne s'agit plus simplement de financer leur croissance organique, mais également la croissance externe, la liquidité partielle de leurs actionnaires et l'incentive renforcé des fondateurs.

De nouveaux terrains de jeux s'ouvrent : des valorisations basées sur des multiples de chiffre d'affaires (pour les acteurs du capital-développement-LBO), l'inclusion dans le montage d'instruments non dilutifs, le rachat de titres partiels auprès de fondateurs relativement tôt dans leur parcours... le nouveau paradigme du one stop shop.

Et maintenant à qui le tour ? Les fonds de dettes, bien sûr, avec plusieurs catégories à distinguer :

- le venture loan va, selon toute probabilité, fortement progresser en France, à l'image de ce que propose Wormser ;
- l'asset-based financing, adapté à certaines catégories de start-up et scale-up ;
- les fonds d'obligations convertibles à l'image de ce que réussit Entrepreneur Invest ;
- et le petit dernier ? l'ARR-based loan dont le principe consiste à financer en dette privée des sociétés en s'appuyant sur la visibilité de la récurrence de revenus (Average Recurring Revenues).

Certains pourraient y voir une complexité pour les entrepreneurs, c'est surtout un élargissement des opportunités pour ces derniers qui ont tous les outils pour développer les futures réussites entrepreneuriales françaises ! ■



Michael Azencot, partner



Romain Dehaussy, partner