



MIF PROGRAM

RESEARCH PAPER

Academic Year 2016 - 2017

Le marché du M&A dans le monde des start-ups

Dampierre Quentin

Jolly Adrien

Under the supervision of

Prof. Pascal Quiry

(Rapport en français)

☐ PUBLIC REPORT

■ CONFIDENTIAL REPORT

Remerciements

Nous tenons à remercier Pascal QUIRY pour son implication continue et son aide précieuse, ainsi que toutes les personnes que nous avons pu rencontrer au cours de nos entretiens, qui nous ont accordé beaucoup de temps et ont bien voulu partager avec nous leurs perspectives, en particulier :

Professeurs à HEC

- Etienne KRIEGER, Professeur à HEC
- Patrick LEGLAND, Professeur à HEC
- Frédéric ISELIN, Professeur à HEC

Conseils financiers

- Olivier YOUNES, Associé-Gérant, Expen

Banquiers d'affaires

- François RAMETTE, Associé-Gérant, Deomenos
- Joy SIOUFI, *Vice-President*, GP Bullhound
- Thomas REYGAGNE, Analyste, Avolta Partners
- Romain COTTARD, *Vice-President*, Ader Finance
- Nicholas VON BULOW, Associé - Fondateur, Clipperton Finance
- Eyal LAYIN, Associé, Chausson Finance

Investisseurs

- Benoît RAILLARD, Operating Partner, Gimv
- Philippe HERBERT, Associé-Gérant, Kreaxi Ventures
- Jean-Marc PATOUILLAUD, Associé-Gérant, Partech ventures

Entrepreneurs

- Céline LAZORTHE, CEO, Leetchi
- Camille TYAN, CEO, PayPlug

Préface

Dans cette étude, nous essayons de décrire le fonctionnement de l'industrie du conseil en fusions et acquisitions de start-up sur la place parisienne. Nous nous intéressons aux différents acteurs de ce marché – vendeurs, acheteurs, et intermédiaires – et tout particulièrement aux banques d'affaires spécialisées sur ces transactions. Nous essayons de dresser une typologie des différents types d'acquéreurs, et aux rationnels qui leurs sont propres. Pour cela, nous avons construit et analysé une base de données propriétaire regroupant une centaine de transactions au cours des trois dernières années.

Nous regardons de plus près les différences dans le processus d'acquisition qu'entraînent les nombreuses spécificités opérationnelles et stratégiques des start-ups. Nous étudions le marché des banques d'affaires spécialisées en start-ups, en recensant les acteurs en présence et en les segmentant, en décrivant leur organisation et leur business model. Pour cela, nous avons réalisé des entretiens avec une dizaine d'entreprises impliquées sur ce marché. Enfin, nous essayons d'évaluer les perspectives d'évolution du marché, notamment au regard de l'intérêt croissant des acteurs du M&A traditionnel pour la niche du M&A start-up.

Abstract

In this study, we analyze the workings of the start-up M&A advisory industry in Paris. We investigate the different players – buyers, sellers and intermediaries – and particularly at the investment banks that are specialized in these transactions. We propose a classification of the different types of acquirers, and of the rationales that animate each of them. To that end, we have built and analyzed a proprietary database of close to 100 transactions involving start-ups in Paris in the past 3 years.

We then try to underline the key differences in the acquisition process that are due to the operational and strategic uniqueness of start-ups. We conduct a market study of the investment banks specialized in technological start-up, surveying the different actors and segmenting them, describing their organization and their business model. We conducted a dozen interviews with people working at different firms in the field. Finally, we try to evaluate the potential evolution of this market, especially with regards to the growing interest in the start-up M&A niche from the key players in the traditional M&A market.

Table des matières

Introduction	7
I. Définition et délimitation du sujet	8
1. Start-up et scale-up	8
a. La « start-up » : un terme galvaudé aux définitions multiples.....	8
b. Notre définition de start-up	9
c. Le passage de la start-up à la scale-up.....	10
d. Éléments distinctifs des start-ups et scale-ups dans les états financiers.....	12
2. Restrictions posées sur le terme M&A	13
3. Autres limites posées au sujet.....	13
II. Les acteurs de l'industrie du M&A start-up.....	14
1. Les vendeurs.....	14
a. Les entrepreneurs	14
b. Les investisseurs	14
c. Les relations entre les différents actionnaires	15
2. Les différents types d'acquéreur.....	17
a. Les <i>corporates</i>	17
b. Les géants technologiques	17
c. Les start-ups et scale-ups.....	17
d. Les fonds de <i>Private Equity</i> et de Capital Développement.....	18
3. Les boutiques spécialisées dans le M&A start-up	18
4. Les autres conseils.....	19
a. Côté vendeur.....	19
b. Côté acquéreur.....	19
III. Les rationnels d'acquisition.....	20
1. Les motivations des vendeurs.....	20
a. La start-up au beau fixe.....	20
b. La start-up en difficulté.....	26
2. Les motivations des acquéreurs.....	27
a. Typologie des rationnels d'acquisition de start-up.....	28
b. Les rationnels d'acquisition de start-ups pour les <i>corporates</i>	31
c. Les <i>tech giants</i>	36
d. L'acquisition de start-ups par des start-ups / scale-ups	41
IV. Les spécificités du processus M&A pour les start-ups.....	44
1. Un processus similaire au M&A traditionnel dans ses grandes lignes	44
2. Définition de la start-up et implications dans le cadre d'un processus M&A	44
a. L'application des méthodes issues du M&A traditionnel rendue difficile par des états financiers peu exploitables et la faiblesse des outils de reporting	44
b. Le rachat de <i>business models</i> non stabilisés et disruptifs s'inscrit dans une logique contraire à celle du M&A traditionnel	45
c. L'équilibre instable de la start-up provoque des rapports de force exacerbés	46
d. Un actionnariat aux intérêts éclatés	47
3. D'où des différences significatives lors de certaines étapes clés du processus	49
a. Réflexion stratégique et travail de préparation de la start-up à la vente.....	49
b. Un sourcing spécifique des acquéreurs.....	49
c. Les négociations : Valorisation et structuration.....	52
d. Le sujet de l'intégration.....	57
V. Les boutiques spécialisées dans le M&A start-up	58
1. Introduction.....	58

a.	Le marché.....	58
b.	Nos rencontres et échanges.....	59
c.	Une grande variété au sein des boutiques.....	60
2.	Le business model des boutiques spécialisées.....	60
a.	Un business model hybride	60
b.	Le positionnement à la vente.....	62
c.	Profil type des employés et structure organisationnelle des boutiques	62
d.	La structure des fees.....	63
e.	Estimation de la taille du marché.....	64
3.	La valeur ajoutée des boutiques spécialisées par rapport aux acteurs du M&A	
	traditionnel.....	64
a.	Un investissement rentable pour les entrepreneurs	64
b.	Une bonne connaissance de l'écosystème start-up	65
c.	Des partenaires au long cours des entrepreneurs	65
d.	Vers une convergence des banques start-up et traditionnelles ?	66
	Conclusion.....	67
	Bibliographie	69
	Table des annexes	70

« L'émergence des nouvelles technologies a vocation à conduire à un changement de paradigme pour l'économie et pour la société [...] Pour nous, l'enjeu était donc d'apporter à un très vieux métier – la banque d'affaires – une méthodologie et une expertise spécifiques, afin de l'adapter à ce nouveau paradigme¹ »

Introduction

Les fusions et acquisitions de start-ups sont devenues un sujet crucial pour nombre d'acteurs économiques. Cependant, leurs processus, acteurs et rationnels sont assez peu documentés. C'est à ce travail de recherche que nous aimerions nous atteler dans ce mémoire. Nous espérons ainsi proposer des clés de compréhension du fonctionnement de ces opérations aux financiers, start-uppers, investisseurs et managers de *corporates* qui seraient amenés à travailler sur ces questions. Nous espérons également satisfaire la curiosité de nos autres lecteurs, qui seraient intéressés par l'univers français des start-ups, et intrigués par les opérations fréquentes d'acquisition de start-up.

Le M&A dans les start-ups représente tout d'abord une problématique clé pour les start-ups elles-mêmes. Une transaction, qu'elles soient à l'achat ou à la vente, représente pour elles une des voies privilégiées pour se développer et continuer à faire exploser leur activité. Pour les entrepreneurs, fondateurs de start-ups, l'acquisition par une entreprise tierce représente le chemin le plus probable « d'*exit* », leur permettant ainsi de valoriser leurs parts dans la start-up. C'est pour eux la principale perspective de rémunération significative de tous leurs efforts passés à développer la start-up. Pour les différents investisseurs et notamment les fonds de Venture Capital (VC), le sujet de l'acquisition est également crucial : il représente pour eux le chemin le plus courant pour faire fructifier leurs investissements, et passer d'un retour théorique à un retour réel. C'est par des acquisitions réussies que les fonds de Venture Capital espèrent répondre à leurs attentes de Taux de Rendement Interne (TRI, ou *IRR* en anglais) très élevées, de l'ordre de 20% à 30% par an². Finalement, le sujet de l'acquisition des start-ups est fondamental pour la grande majorité des *corporates*, pour lesquels l'investissement, minoritaire ou majoritaire, est en phase de devenir un des vecteurs clés de leur politique d'innovation.

Malgré l'importance et l'intérêt du sujet, peu de documentation existe à notre connaissance. L'engouement national pour les start-ups et la « French Tech », ainsi que leur importance dans l'économie française et mondiale, sont des phénomènes relativement récents, mais qui sont devenus incontournables en l'espace de quelques années. Comparé à l'abondance de littérature sur le sujet du M&A « traditionnel », c'est-à-dire pour des entreprises établies, les spécificités du M&A pour les start-ups – si tant est qu'elles existent – n'ont pas véritablement été mises en lumière. La seule exception à cette observation est le sujet très particulier de la valorisation des start-ups, qui a lui fait couler beaucoup d'encre. Par conséquent, nous l'aborderons sans nous y attarder.

Nous traiterons donc de la problématique suivante : **Existe-t-il une industrie du M&A qualitativement distincte pour les start-ups, ou cette dernière n'est-elle qu'un prolongement de l'industrie M&A traditionnelle, adaptée à des transactions de plus petite taille ? Pourquoi cette industrie est-elle distincte, et comment est-elle structurée ?**

¹ Nicolas von Bülow, *précieux allié de la French Tech*, Capital Finance, 09/11/2015
<https://capitalfinance.lesechos.fr/acteurs/portraits/nicolas-von-bulow-precieux-allie-de-la-french-tech-30829.php>

² 30% IRR – *A primer for first-time entrepreneurs*, The conscience of a VC in Paris
<http://www.jmyang.com/blog/2014/6/24/30-irr-a-primer-for-first-time-entrepreneurs>

Du fait de l'absence de littérature sur le sujet, notre travail s'appuiera essentiellement sur les trois piliers suivants :

- Nos échanges avec professionnels issus du monde des start-ups : banquiers d'affaires spécialisés, entrepreneurs, fonds de VC, etc.,
- Nos lectures d'articles essentiellement non-académiques, et de quelques rares livres sur le sujet,
- Notre base de données, construite par nos soins en surveillant l'actualité des fusions-acquisitions dans les start-ups entre juin 2015 et juin 2017.

Notre mémoire se divise en cinq parties :

- I. Définition et délimitation du sujet
- II. Les acteurs de l'industrie du M&A start-up
- III. Les rationnels de vente et d'acquisition de start-ups
- IV. Les spécificités du processus M&A pour les start-ups
- V. Les boutiques spécialisées dans le M&A start-up

I. Définition et délimitation du sujet

L'univers des start-ups est à l'affiche en France depuis quelques années, notamment grâce à la réussite d'entreprises ou d'entrepreneurs à succès. Nous pensons par exemple à Criteo, fondée en 2005, introduite à la bourse de New York en 2013 et qui est aujourd'hui l'un des leaders mondiaux de la publicité numérique³, ou à BlaBlaCar, fondée en 2006, qui connaît également un succès fulgurant. Du côté des entrepreneurs charismatiques, on peut également citer Jacques-Antoine Granjon (vente-privee.com) ou encore Bertrand Jelensperger (LaFourchette). Ces entreprises et personnalités contribuent largement à mettre en lumière l'écosystème start-up français.

Néanmoins, ce terme de start-up, très à la mode, est parfois galvaudé et peut renvoyer à différentes réalités selon les personnes qui l'emploient. Il n'existe d'ailleurs pas une seule définition de start-up faisant l'unanimité. Nous en présenterons certaines, puis développerons la définition que nous avons souhaité retenir pour notre travail. Nous distinguons notamment la start-up de la scale-up, la seconde ayant passé l'étape de la validation de son business model. Notre mémoire traitera des fusions et acquisitions des start-ups au sens strict, ainsi que des jeunes scale-ups.

Dans un second temps, nous préciserons également ce que nous entendons dans les termes « Fusions & Acquisitions » et « M&A », ainsi que le périmètre géographique de notre étude.

1. Start-up et scale-up

a. La « start-up » : un terme galvaudé aux définitions multiples

French Tech, rassemblement de professionnels travaillant dans l'écosystème start-ups (entrepreneurs, investisseurs, etc.), propose sur son site internet la définition suivante : "une start-up est une jeune entreprise avec une ambition mondiale à la recherche d'un modèle économique qui lui assurera une croissance forte et rapide, ou une entreprise qui a grandi avec un tel modèle"⁴.

La définition du mouvement French Tech présente plusieurs problèmes :

³ Site Internet Criteo, <http://www.criteo.com/fr/about-us/>

⁴ *Qu'est-ce que la French Tech*, La French Tech

<http://www.lafrenchtech.com/la-french-tech/quest-ce-que-la-french-tech>

- Elle regroupe à la fois des start-ups dont l'activité est en développement, et d'autres entreprises qui sont déjà passées par cette phase. Dès lors, il y a amalgame entre ce que nous appelons « start-up » d'un côté et « scale-up » de l'autre,
- Par ailleurs, nous ne pensons pas que « l'ambition mondiale », soit une condition *sine qua non* pour être une start-up.

De son côté, 1001 start-ups⁵, média dédié aux start-ups et entrepreneurs, cite la définition de Patrick Fridenson, historien des entreprises, selon laquelle une start-up présente les quatre caractéristiques suivantes :

- Disposer d'une forte croissance potentielle,
- Utiliser une technologie nouvelle,
- Avoir besoin d'un financement massif, les fameuses levées de fonds,
- Être sur un marché nouveau dont le risque est difficile à évaluer.

Cette définition d'une start-up est assez proche de celle que nous allons retenir dans la partie à venir, dans laquelle nous définirons aussi plus précisément le champ de notre étude.

b. Notre définition de start-up

Suite à nos recherches et en croisant un certain nombre de définitions que nous avons pu lire, nous avons défini la start-up au sens strict, par opposition à la scale-up, comme réunissant les quatre critères suivants :

- Un business model en expérimentation (*business model experimentation*),
- L'ambition de révolutionner son marché (*ambition to disrupt*),
- Un fort potentiel de croissance (*high growth potential*),
- Un besoin de financements important (*high financing requirements*).

i. Un business model en expérimentation

Une start-up est avant tout une entreprise qui se cherche, qui explore et qui essaye. Cela ne signifie pas qu'une start-up n'a pas de modèle économique mais simplement que celui-ci n'est pas encore complètement prouvé et définitif.

Nous considérerons pour la suite que « valider un business model » signifie :

- Avoir mis en place une monétisation du produit,
- Être profitable au moins sur un certain périmètre – une ville, un pays ou un segment de clientèle,
- Avoir des perspectives d'augmentation conséquente de la profitabilité du fait de la croissance attendue (effets d'échelle ou d'expérience).

Google constitue un exemple d'entreprise qui n'est aujourd'hui plus une start-up selon ce critère du business model. En effet, Google a connu une période à ses débuts pendant laquelle son business model était en expérimentation. Mais aujourd'hui, ce dernier est prouvé et arrêté : ce sont les revenus publicitaires articulés autour de ses différents services proposés sur Internet, et notamment son moteur de recherche. Certaines activités de Google sont des activités qui correspondent à nos critères de la start-up, et Google est un des principaux acquéreurs de start-ups dans le monde. Néanmoins, du fait de la solidité de son business model, Google n'est selon nous plus une start-up aujourd'hui.

⁵ Dis, c'est quoi une start-up ?, 1001 Start-ups
<http://1001start-ups.fr/dis-cest-quoi-une-start-up/>

ii. L'ambition de révolutionner son marché

Une start-up se crée également avec une volonté de révolutionner le marché auquel elle s'attaque. Cette volonté se construit sur deux piliers distincts :

- Une innovation, sous la forme d'une nouvelle technologie, un nouveau produit, une stratégie marketing nouvelle ou un nouveau business model, sur laquelle est bâtie la vision de l'industrie « disruptée »,
- Une culture « start-up » : dans l'idéal collectif, elle fait référence à une équipe jeune, soudée autour de fondateurs charismatiques, animée par une vision de « disruption » et une volonté de casser les codes pour changer les choses. Cette culture a ses codes et ses symboles – *dress code*, communication, organisation de l'espace de travail, etc.

A travers ce critère, on comprend qu'une nouvelle pizzeria qui n'innoverait pas sur son produit, son marketing ou son business model ne constituerait pas une start-up. La question reste plus ouverte pour les entreprises qui souhaitent réinventer la pizzeria ou l'expérience du café, comme Big Mamma⁶ ou Anticafé⁷ respectivement.

iii. Un fort potentiel de croissance

Une start-up est une entreprise résolument tournée vers la croissance, sur un marché potentiel de taille importante. Elle doit pouvoir capturer des parts de marché conséquente sur ce dernier, de manière extrêmement rapide : c'est la notion de *scalability*. Par conséquent, toutes ses parties prenantes – fondateurs, investisseurs, salariés – attendent d'une start-up une très forte croissance dans le futur.

La valeur de la start-up ne réside pas tant dans son état actuel que sur son potentiel de croissance et de profitabilité futur.

iv. Un besoin important en financements

Enfin, une start-up a d'importants besoins de financements, qu'elle soit ou non profitable :

- Une start-up peut ne pas être rentable car son business model est encore en chantier, elle a alors besoin de liquidités pour financer son activité et sa croissance,
- Si une start-up est rentable et dégage des bénéfices, elle aura toujours besoin d'apports de liquidités pour financer sa croissance car sa capacité d'autofinancement n'est pas assez importante pour couvrir ses investissements.

Une start-up brûle donc beaucoup de *cash* et ne peut ainsi pas se financer par elle-même. Son *burn rate* désigne le cash qu'elle consomme tous les mois, ce qui détermine son *runway*, c'est-à-dire le temps qu'il lui reste avant que ses réserves actuelles de liquidités ne s'épuisent.

Surtout aux premières étapes de leur développement, l'essentiel de ces apports en capitaux sont des prises de participation, la dette ne devenant accessible aux start-ups qu'à un stade ultérieur de leur développement (sauf politiques publiques comme les prêts d'amorçage de la BPI en France⁸).

c. Le passage de la start-up à la scale-up

Par définition, l'état de start-up est temporaire. Deux issues s'offrent à elle pour en sortir. La première consiste tout simplement en la faillite de la start-up. Si elle ne parvient pas à valider

⁶ www.bigmammagroup.com

⁷ www.anticafe.eu

⁸ <http://www.bpifrance.fr/Toutes-nos-solutions/Prets/Prets-sans-garantie/Pret-d-amorçage>

son modèle économique suffisamment rapidement et/ou ne parvient plus à se financer, alors elle disparaît. C'est notamment ce qui est arrivé à ChicTypes en 2016, que ses fondateurs n'ont pas réussi à faire croître suffisamment rapidement pour valider son modèle économique⁹. La start-up est alors, en France, placée en redressement judiciaire et peut trouver un repreneur, comme TheTops, rachetée par MenLook¹⁰, ou être placée en liquidation judiciaire, comme Menlook lui-même¹¹.

La seconde, plus heureuse, réside dans la validation du business model. Cette validation est quasiment impossible à marquer d'une seule date. Dans ce cas de figure, la start-up devient alors une scale-up. On pourrait définir la scale-up comme une start-up qui aurait grandi, validé son business model et confirmé son potentiel de croissance. C'est ce que suggère François Bloch, Associé chez KPMG, dans une interview accordée au projet « Plus grand plus fort », lancé par BFM dans le cadre de l'élection présidentielle de 2017¹².

Nous considérons les jeunes scale-ups comme étant dans le champ de notre étude car elles font partie de l'univers des start-ups au sens large. Plusieurs éléments viennent soutenir ce choix.

Tout d'abord, ces deux étapes du développement d'une entreprise présentent de nombreux enjeux similaires. En particulier, les scale-ups aussi peuvent connaître une certaine précarité financière et toujours requérir des apports de fonds pour poursuivre leur croissance. L'exemple de Take Eat Easy, qui a été placé en redressement judiciaire en 2016¹³, l'illustre : avoir validé son business model ne signifie pas que ce dernier est « scalable » et rentable. Fondamentalement, une scale-up reste donc une entreprise en déséquilibre.

De plus, comme nous l'avons vu précédemment, il est difficile de distinguer clairement le passage de l'état de start-up à celui de scale-up, le franchissement de cette étape étant plutôt remarqué après coup. Toute segmentation en devient donc complexe et subjective.

Enfin, la dernière raison qui nous pousse à considérer les scale-ups comme étant dans le champ de notre étude réside dans le fait que M&A dans le monde des start-ups est régulièrement le fait de scale-ups. En effet, on peut aisément comprendre que l'acquéreur type d'une entreprise souhaite que cette dernière ait au moins validé son modèle économique.

⁹ *En redressement judiciaire, ChicTypes trouvera-t-il repreneur ?*, Maddyne
<https://www.maddyne.com/business/2016/08/01/chictypes-redressement-judiciaire/>

¹⁰ « *Ce n'est pas l'issue souhaitée, mais ce n'est pas la fin de The Tops* », Maddyne
<https://www.maddyne.com/entrepreneurs/2016/08/24/thetops/>

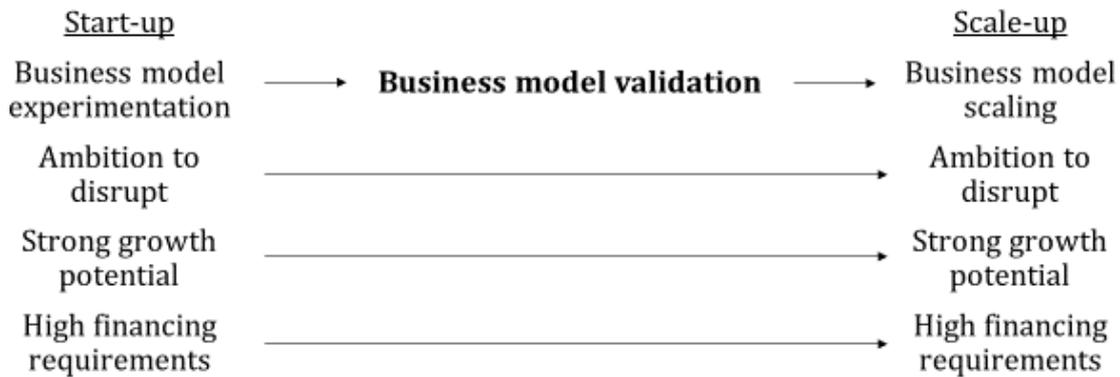
¹¹ *Clap de fin pour Meninvest, liquidé après son redressement judiciaire*, Maddyne
<https://www.maddyne.com/business/2017/06/01/ecommerce-meninvest-liquidation-judiciaire/>

¹² *Scale-up, ces Start-ups qui ont grandi très vite*, Plus Grand Plus Fort
<http://www.plusgrandplusfort.fr/strategies-de-croissance/scale-up-cest-start-up-a-grandi-tres-vite>

¹³ *From 0 to 1 000 000 to ?*, Adrien Roose, CEO de TakeEatEasy
<https://medium.com/@adrienroose/from-0-to-1-000-000-to-ecb4e2f863c7>

Start-up et Scale-up

Une classification rétrospective, subjective et problématique



d. Éléments distinctifs des start-ups et scale-ups dans les états financiers

Les quatre critères de notre définition se traduisent dans les états financiers des start-ups et jeunes scale-ups, les rendant reconnaissables. Trois éléments identifient ainsi une start-up à partir de ses états financiers.

i. Un faible bilan

Le bilan d'une start-up est généralement très réduit, en raison de sa jeune histoire et de son modèle économique.

Les fondateurs d'une start-up partent le plus souvent d'une page blanche, avec très peu d'apports en capital ou en nature. Les start-ups sont généralement des entreprises très jeunes, et donc qui ont eu moins de temps pour accumuler des actifs. Par ailleurs, elles sont souvent déficitaires initialement, ce qui a pour effet de réduire encore plus leur bilan en faisant diminuer les capitaux propres entre les levées de fonds successives.

Une start-up est par définition focalisée sur l'optimisation de la trésorerie et se développe souvent en mode *lean*¹⁴, dont le leitmotiv est « *fail fast, fail often* ». Dès lors, la start-up a besoin d'agilité pour réorienter ses activités en fonction du succès de son modèle, ce qui implique un modèle peu intensif en capital et requérant peu d'actifs matériels (*asset-light*). Beaucoup de start-ups travaillent également dans l'univers de la technologie, et ont donc moins de besoins en immobilisations dans des réseaux de production, de stockage et de distribution que ce n'est le cas pour des entreprises produisant des biens. Le concept même de « scalabilité » implique qu'une start-up doit pouvoir se développer, une fois son business model validé, avec des investissements limités, et donc une croissance du bilan proportionnellement bien inférieure à celle du chiffre d'affaires.

Même quand il y a des actifs au bilan d'une start-up, leur valeur est parfois relative. C'est par exemple le cas de la R&D capitalisée, dont la valeur peut être contestable. Par ailleurs, la

¹⁴ theleanstart-up.com

propriété intellectuelle des start-ups, qui constitue souvent un de leurs principaux atouts, ne peut pas être reconnue comptablement avant la vente de l'entreprise.

ii. Un financement quasi-exclusif par capitaux propres

Une start-up est une entreprise très risquée au succès encore incertain. En effet, son modèle économique n'est pas encore prouvé, d'où des flux de trésorerie incertains. Qui plus est, elle est souvent déficitaire dans un premier temps, et emprunter viendrait plonger son compte de résultat encore plus dans le rouge, en augmentant également la part de coûts fixes. Une start-up n'a donc pas ou peu accès à la dette. En effet, elle présente par définition un risque opérationnel très élevé, auquel il serait dangereux de rajouter un risque financier.

La situation est particulière en France, où de nombreuses politiques visant à faciliter l'emprunt pour les jeunes entreprises ont été mises en place. La BPI, à travers son prêt d'amorçage¹⁵, permet par exemple aux start-ups françaises d'emprunter jusqu'à 300 000 euros. Ainsi, l'utilisation par les start-ups françaises de la dette, provenant en l'occurrence d'organismes publics, est plus répandue qu'elle ne l'est ailleurs dans le monde.

iii. Un résultat ou des flux de trésorerie négatifs

Financièrement, une start-up est une entreprise en déséquilibre. L'expérimentation du modèle économique a le plus souvent pour conséquence un résultat négatif. Même quand le résultat est positif, les flux de trésorerie sont souvent négatifs car la start-up ne parvient pas à financer sa croissance par elle-même, d'où d'importants besoins de financement.

Par définition, une start-up est donc en permanence en recherche de nouveaux fonds.

2. Restrictions posées sur le terme M&A

Nous allons retenir pour cette étude une définition restrictive du M&A puisque que nous ne considérerons que les cessions de parts majoritaires, qui s'accompagnent ainsi d'un changement de contrôle. Nous excluons donc, en règle générale, les cessions de parts minoritaires. En conséquence, nous ne nous intéresserons pas à l'entrée des fonds de Venture Capital au capital de start-ups ; ces fonds ne prennent généralement que des participations minoritaires.

Nous traiterons de certains cas précis de prises de participations minoritaires, par exemple lorsque l'acquéreur est un *corporate* ou – à la marge de notre sujet – un fonds de Capital Développement, lorsque l'acquéreur dispose d'une part significative des actions de la société cible (33% - 50%) et qu'il dispose de droits de gouvernance très poussés : droit de veto, implication opérationnelle, etc.

Enfin, nous opposerons d'un côté le M&A traditionnel, qui fait références aux opérations *large cap*, *mid cap* et *small cap* pour les entreprises établies, et de l'autre le M&A start-up (qui inclura les start-ups au sens propre ainsi que les jeunes scale-ups et la zone grise entre ces deux catégories).

3. Autres limites posées au sujet

Il nous a semblé pertinent de nous imposer quelques contraintes supplémentaires pour cibler au mieux notre travail.

¹⁵ <http://www.bpifrance.fr/Toutes-nos-solutions/Prets/Prets-sans-garantie/Pret-d-amorçage>

Notre étude des processus et des acteurs du M&A start-up sera centrée sur la France, et plus particulièrement sur la place parisienne. Notre étude des rationnels d'acquisition et de vente traitera principalement de la France, mais pourra s'inspirer de phénomènes américains ou mondiaux, étant donné que ces tendances ont de fortes chances d'apparaître en France à leur tour.

Nous nous intéresserons principalement aux transactions portant sur des entreprises jeunes et encore peu structurées. Dès lors, il existe *de facto* une limite de taille concernant les entreprises couvertes dans notre sujet. Nous ne souhaitons par exemple pas traiter des acquisitions d'Instagram par Facebook ou de LinkedIn par Microsoft, ces dernières pouvant être couvertes par de grandes banques. Néanmoins, nous ne souhaitons pas inscrire de limites chiffrées à la taille des entreprises dans le champ de notre étude, car les critères de définition d'une start-up sont finalement bien plus qualitatifs qu'ils ne sont quantitatifs.

II. Les acteurs de l'industrie du M&A start-up

Le M&A start-up met aux prises des acteurs différents de ceux du M&A traditionnel. Nous allons brièvement les présenter dans cette partie afin de mettre en évidence les forces en présence, à savoir les vendeurs, les acheteurs, et les principaux conseils.

1. Les vendeurs

L'actionnariat des start-ups est particulier comparé à celui d'une entreprise établie. Les fondateurs y sont encore des actionnaires majeurs. De plus, les investisseurs – fonds de VC, fonds de Corporate Venture ou encore *business angels* – y suivent leur propre logique, qui n'est pas celle d'actionnaires traditionnels.

a. Les entrepreneurs

Les entrepreneurs sont au cœur de la start-up. Ce sont eux qui l'ont créée et qui la gèrent au quotidien. Ils sont souvent partis de peu et ont pris des risques conséquents, notamment financiers. Lancer sa start-up requiert dans la plupart des cas un investissement initial en capital, une rémunération très faible au regard du temps passé les premières années, et un coût d'opportunité considérable au regard des salaires qu'auraient pu toucher les fondateurs dans des *corporates*.

Les entrepreneurs ont le plus souvent un fort attachement émotionnel à l'entreprise, qu'ils ont mis au monde et ont vu grandir. Ils ont naturellement un rôle clé dans la vente de leur start-up, que ce soit au niveau du processus de cession (ce sont des actionnaires importants) ou de la réalisation de l'opération (ils restent généralement impliqués dans la start-up post-acquisition, au moins à titre transitoire).

b. Les investisseurs

Différents types d'investisseurs coexistent au sein d'une start-up, parmi lesquels on trouve le *love money*, les *business angels*, les fonds de VC et dans une moindre mesure, le *crowd-funding*. Pour cette partie, nous nous sommes appuyés sur le chapitre 44 du Vernimmen, de Pascal Quiry et Yann Le Fur¹⁶.

¹⁶ Vernimmen, Pascal Quiry et Yann Le Fur

Le *love money* désigne les investisseurs de la première heure, généralement la famille ou les amis des fondateurs. Ils sont souvent désignés par le sigle “FFF” : *Family, Friends and Fools*. Ils permettent de lever jusqu’à quelques dizaines de milliers d’euros pour amorcer le projet.

Viennent ensuite les *business angels* (BA). Ce sont souvent d’anciens entrepreneurs à succès ou dirigeants d’entreprise, qui souhaitent réinvestir leur argent dans des start-ups. Ils peuvent investir jusqu’à quelques centaines de milliers d’euros, souvent lorsque le projet est un peu plus avancé. Ce sont également des actionnaires qui disposent d’une grande expérience et d’un épais carnet d’adresses, dont ils souhaitent faire bénéficier les entrepreneurs. Ils sont à mi-chemin entre la logique strictement financière des VC et la logique extra-financière du *love money*.

Le *crowdfunding*, ou « financement participatif », est un moyen de financement un peu à part. Il permet de faire appel, souvent à travers une plateforme sur internet (par exemple Kickstarter, Ulule, GoGoRunRun, Wiseed, etc.), à de multiples investisseurs. Le *crowdfunding* permet en règle générale de lever jusqu’à plusieurs centaines de milliers d’euros, mais rarement plus en France pour des raisons pratiques et légales (l’émission d’un prospectus est obligatoire au-delà d’un certain montant). Certains projets emblématiques, comme le Coolest Cooler, une glacière multifonctions, ont pu être financés de la sorte, mais au global ce mode de financements est anecdotique dans le monde des start-ups, sauf dans l’univers de la *blockchain*¹⁷. A l’origine, ces plateformes de financement participatif étaient principalement destinées aux particuliers, mais elles sont de plus en plus utilisées par des investisseurs professionnels¹⁸.

Les fonds de VC ont des moyens plus conséquents, de l’ordre de plusieurs millions d’euros. Il est à noter que les levées de fonds au-dessus de 10 m€ sont courantes aux Etats-Unis mais bien plus rares en France. Ces fonds de VC sont dirigés par des professionnels de l’investissement dans les jeunes entreprises innovantes. Ils investissent dans des projets déjà bien lancés, à très fort potentiel de *scalability* et dont le développement requiert d’importantes ressources financières. Comme les *business angels*, ils font profiter les entrepreneurs de leur expérience et de leur carnet d’adresses conséquent. En fonction de la philosophie d’investissement de chaque fonds, ils peuvent plus ou moins influencer les entreprises dont ils sont actionnaires. Un fonds de VC n’est quasiment jamais majoritaire : leur participation tourne plutôt autour de 30% lors d’un tour de levée de fonds et ils investissent souvent à plusieurs, ce qui dilue d’autant plus la part de chacun.

Dans la perspective de notre étude, nous nous intéresserons aux fonds de VC en tant que “vendeurs” et non pas en tant “qu’acheteurs” de start-ups. Les autres investisseurs évoqués ci-dessus – FFF ou BA – sont souvent relativement dilués après les premiers tours de table et sont généralement moins influents dans le cadre de la vente d’une start-up.

c. Les relations entre les différents actionnaires

Les relations entre les différents actionnaires d’une start-up sont profondément marquées par les différents niveaux de valorisation d’entrée pour chacun des investisseurs, la diversité des véhicules d’investissement qui peuvent être utilisés, ainsi que les contraintes de liquidité auxquels certaines, notamment les fonds, sont confrontés.

i. Différents niveaux de valorisation à l’entrée

Comme évoqué ci-dessus, les actionnaires d’une start-up ne rentrent pas tous au capital de cette dernière au même moment. En conséquence, à mesure que l’entreprise se développe et que les tours de table de succèdent, le prix des actions émises augmente (du moins lorsque la start-up se

¹⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_highest_funded_crowdfunding_projects

¹⁸ *Crowdlending : les investisseurs institutionnels prennent le pouvoir*, Journal du Net
<http://www.journaldunet.com/economie/finance/1172430-crowdlending-institutionnels/>

développe avec succès). Ils peuvent donc avoir des perspectives de rentabilité financière qui diffèrent en cas d'offre à un prix donné. Cela est cohérent avec les niveaux de risque différents que chaque investisseur a accepté. En règle générale, si une start-up n'est pas en difficulté, plus un investissement est *early-stage* et plus il est risqué.

La problématique des niveaux de risque et de valorisation qui varient grandement en fonction de la date d'investissement est propre aux start-ups. On pourrait objecter qu'elle se présente également dans le cas des entreprises traditionnelles cotées. Cette objection met en lumière une caractéristique plus fondamentale du monde des start-ups : faute d'un prix observable de manière transparente et objective, les investisseurs en start-up raisonnent en termes de rendement pour déduire le prix (à l'image de la méthode de valorisation dite « *VC method* »)¹⁹, tandis que les investissements classiques partent du prix pour calculer le rendement.

ii. Les clauses de liquidation preferences

Tous les investisseurs dans une start-up n'investissent pas avec les mêmes types d'actions, ni avec les mêmes clauses dans le pacte d'actionnaires. En investissant avec des obligations convertibles, ou des actions préférentielles, et en ajoutant des clauses de séniorité, la répartition des gains à l'issue d'une vente ne sera plus proportionnelle au taux de détention de la société. Ceci peut engendrer des divergences entre les intérêts des actionnaires de la start-up. Nous traiterons ce sujet plus en détail dans la partie V. 2. d).

iii. Le besoin de liquidité

Les relations entre les actionnaires d'une start-up sont très marquées par les différents horizons d'investissement de chacun et par l'absence de liquidité des actions.

Si les différents investisseurs n'entrent pas tous au même moment, ils ne souhaitent pas nécessairement sortir de leur investissement au même moment non plus. Jean-Marc Patouillaud, Associé-Gérant au sein du fonds Partech Ventures, nous expliquait qu'il pèse sur un fonds de VC des contraintes d'investissement dues à l'existence même du fond, ce dernier ayant une durée de vie moyenne d'environ 10 ans. Les investissements se font ainsi entre les années 1 et 5. Les sorties se font entre les années 2 et 10. En moyenne, il est donc difficile pour un fonds de VC de rester investi dans une même entreprise plus de 5 ou 6 ans.

C'est pourquoi des clauses de liquidité sont introduites dans le pacte d'actionnaires, d'autant plus que les actions de start-ups sont peu liquides. Il en existe plusieurs sortes. Certaines peuvent par exemple prévoir de confier un mandat de vente à une banque d'affaire au terme d'un certain laps de temps. La clause de *buy or sell*, bien que rare aujourd'hui, permet à un actionnaire souhaitant sortir de proposer ses actions aux autres actionnaires. Si ces dernières ne sont pas rachetées, il peut alors racheter l'ensemble des actions de la société. Ces clauses sont les plus courantes, mais de nombreuses autres clauses de liquidité existent et sont introduites en fonction des opérations et des investisseurs.

Selon Jean-Marc Patouillaud, ces clauses de liquidité ont surtout un impact psychologique, ayant pour but que les entrepreneurs aient conscience du souci de liquidité du fonds. Il est très rare qu'elles soient mises en œuvre car bien vendre nécessite un consensus interne.

¹⁹ *Start-ups Valuation using the Venture Capitalist Method*, Harvard Business School
<https://www.youtube.com/watch?v=rZHTEknXHM>

2. Les différents types d'acquéreur

La diversité des acquéreurs potentiels dans le M&A start-up est probablement plus grande que dans le cadre du M&A traditionnel. Dans un souci de simplification²⁰, nous traiterons les quatre catégories suivantes dans la suite de cette étude, qui recoupe dans ses grandes lignes la classification ci-dessus :

- Les grands groupes (*corporates*),
- Les géants technologiques (*tech giants*),
- Les start-ups et les scale-ups,
- Les fonds de PE et les fonds de Capital Développement.

Pour plus de clarté, nous aborderons la question des rationnels d'acquisition dans la partie suivante.

a. Les *corporates*

Nous incluons dans cette catégorie toutes les grandes entreprises de l'économie classique. Leur intérêt pour l'univers des start-ups a considérablement augmenté au cours des dernières années:

- Les start-ups sont devenues des éléments centraux dans leur politique d'innovation,
- Des partenariats avec des start-ups permettent à ces *corporates* de proposer de meilleurs produits ou une meilleure expérience client,
- Certaines d'entre elles menacent de disruption les marchés traditionnels de ces entreprises et / ou deviennent des concurrents de premier plan.

A titre d'exemple, nous incluons dans cette catégorie le Crédit Mutuel Arkéa pour son rachat de Leetchi, ou encore Natixis pour l'acquisition de PayPlug.

b. Les géants technologiques

Les géants technologiques (*tech giants*), tels que Google, Facebook, Twitter, sont des acquéreurs récurrents de start-ups et scale-ups. A ce jour, leurs acquisitions se font surtout aux Etats-Unis, mais ils commencent à venir en France. Google a ainsi acheté en 2016 Moodstocks, jeune entreprise française spécialisée dans l'intelligence artificielle et la reconnaissance des objets.

Nous avons aussi inclus de grandes entreprises françaises du numérique dans cette catégorie, comme Criteo ou Vente-Privée.

c. Les start-ups et scale-ups

C'est probablement un acquéreur moins évident au premier abord : pourquoi une entreprise non-stabilisée s'ajouterait-elle un facteur d'incertitude ? Mais au regard de notre base de données, cela représente une partie importante des opérations du M&A start-up. A titre d'exemple, on pourrait citer Bricool, jeune start-up lancée en 2015, et rachetée en 2017 par son concurrent Enjo.

²⁰ Nous nous sommes inspirés, entre autres, de la typologie d'Ezra Roizen, dans *Magic Box Paradigm* (p 60-64) sur le sujet. Il propose de partager les potentiels acquéreurs de start-ups en cinq catégories :

- Les géants technologiques
- Les entreprises établies
- Les petites entreprises cotées
- Les entreprises privées en forte croissance (qui sont en fait des scale-ups)
- Les fonds de Private Equity (PE)

d. Les fonds de *Private Equity* et de Capital Développement

D'après E. Roizen, dans Magic Box Paradigm, les fonds de *Private Equity* (PE) sont des acquéreurs assez rares dans l'univers des start-ups. En effet, celles-ci ne disposent pas des flux de trésorerie réguliers et de la stabilité du modèle économique que recherchent les fonds de PE dans le cadre d'un *Leveraged Buy Out* (LBO). Dans les faits, la base de données que nous avons constituée ne possède effectivement pas d'exemple de ce type.

En revanche, d'après Jean-Marc Patouillaud, Associé-Gérant chez Partech Ventures, de plus en plus d'acteurs du PE s'orientaient vers le monde des start-ups, souvent à travers des fonds de Capital Développement, citant notamment le fonds Eurazeo Croissance (voir ci-dessous). Nous n'avons pas trouvé d'exemple de prise de participation majoritaire, mais cela pourrait être une évolution possible de ces fonds. Cette tendance s'explique principalement par :

- La maturité croissante de l'écosystème des start-ups en France, qui rend possible des investissements plus conséquents en taille et des perspectives de rentabilité attrayante pour ces fonds – notamment du fait de l'augmentation de la taille et de la fréquence des acquisitions de start-ups matures,
- L'intérêt croissant des investisseurs pour l'écosystème start-up français : les fonds d'investissement répondent à la demande de leur *Limited Partners* de s'exposer financièrement à ce secteur.

Eurazeo Croissance : un investisseur financier dans les scale-ups

Eurazeo Croissance, lancé en 2010, a opéré un virage du monde de l'industrie vers celui du digital en 2014, lorsque Yann du Rusquec en a pris la tête. Depuis, le fonds investit dans des scale-ups, en majorité françaises, des tickets de 15 à 20 millions d'euros, lors des tours de table de Série C ou Série D. Le fonds « accompagne des entreprises en forte croissance en mettant en place les moyens financiers et humains nécessaires à leur développement et à la réalisation de projets transformants : internationalisation, investissements marketing et commerciaux, croissance externe, etc. ».

Il a depuis pris des parts, en minoritaire, dans les sociétés Vestiaire Collective et Farfetch dans le domaine de la mode en ligne, PeopleDoc dans le secteur de la digitalisation des outils RH ou encore Prêt d'Union / Younited Crédit dans le *crowdfunding*.

Source :

<https://www.eurazeo.com/fr/nos-investissements/eurazeo-croissance/presentation/>

<http://www.agefi.fr/financements-marches/actualites/quotidien/20160126/eurazeo-croissance-confirme-virage-strategique-168659>

3. Les boutiques spécialisées dans le M&A start-up

Les boutiques M&A sont le plus souvent spécialisées dans les start-ups et reprennent les principaux rôles d'une banque d'affaires traditionnelle : mise en relation, conseil financier, gestion du processus, négociations, etc. Ces boutiques sont généralement impliquées du côté de l'entrepreneur, et donc majoritairement à la vente.

Nous reviendrons plus en détail sur les spécificités de ces boutiques dans la dernière partie de cette étude.

4. Les autres conseils

a. Côté vendeur

Du côté du vendeur, les autres conseils se limitent le plus souvent à un conseil juridique, à savoir un cabinet d'avocats. Généralement, la structuration dans ses grandes lignes de l'opération, y compris le *waterfall* (c'est-à-dire déterminer comment le prix d'acquisition sera ventilé entre chaque actionnaire, en fonction du nombre et surtout du type d'actions et d'options détenues), est réalisé par la banque d'affaires et non par le cabinet d'avocats. En revanche, les cabinets d'avocats s'attellent à rédiger les différents documents nécessaires tout au long du processus – *Non-Disclosure Agreement* (NDA), *Term Sheet*, *Share Purchase Agreement* (SPA) – et à en négocier les différentes clauses.

b. Côté acquéreur

Du côté de l'acquéreur, d'autres conseils peuvent également intervenir si la situation le nécessite.

i. Les due diligences comptables et financières

On retrouve tout d'abord la réalisation d'une due diligence comptable et financière. Elle est le plus souvent réalisée par les équipes *Transaction Services* (TS) de cabinets d'audit (« Big 4 » ou autre). Comme nous l'expliquait François Ramette, Associé-Gérant de Deomenos, elle est évidemment plus courte et légère que dans une opération de M&A traditionnel, sans être optionnelle pour autant.

Certains de nos interlocuteurs ont néanmoins exprimé une certaine frustration à l'égard de ces due diligences financières. En effet, elles sont le plus souvent réalisées par des acteurs non-spécialisés, dont les préoccupations, inspirées du M&A traditionnel, sont parfois peu pertinentes au regard de la focalisation sur la *topline* des acquéreurs potentiels, au détriment des coûts ou de l'analyse du bilan. La valeur ajoutée de ces *due diligence* souffre également du peu d'historique disponible et des variations importantes des états financiers, inhérentes à une jeune entreprise.

Finalement, les due diligences financières permettent surtout deux choses :

- Vérifier la bonne tenue des comptes (sans être un audit pour autant),
- Vérifier la réalité des chiffres avancés pendant la négociation et ainsi valider le modèle économique.

Mais la valeur d'une start-up résidant essentiellement dans l'avenir, les due diligences de start-ups gagneraient probablement en pertinence en se concentrant davantage sur des points de contrôle plus spécifiques aux start-ups, tels que les dynamiques du chiffre d'affaires, l'évolution du marché ou la concurrence. On se rapproche dès lors de la « due diligence stratégique » qui peut être effectuée dans le M&A traditionnel.

ii. Les autres conseils moins récurrents

Lors d'une opération de M&A start-up, l'acquéreur peut parfois faire appel à des conseils en ressources humaines. Ces derniers ont deux rôles principaux :

- Auditer les équipes, par exemple pour évaluer la compatibilité culturelle de la cible et de l'acquéreur,
- Trouver des profils (ce qui peut également être réalisé par des chasseurs de tête), en particulier lorsque le management actuel de la start-up n'est pas appelé à rester post-acquisition – ce fut notamment le cas pour la start-up Charp, rachetée par Mixdata, et

pour laquelle un cabinet de conseil en ressources humaines a été mandaté afin de trouver un nouveau CEO²¹.

Enfin, selon Joy Sioufi de GP Bullhound, certains acquéreurs pouvaient parfois aller jusqu'à faire réaliser une due diligence technique, qui consiste par exemple en un audit du code de la société cible, afin de vérifier la robustesse des algorithmes et la compatibilité du produit avec les activités de l'acquéreur. Ce type de due diligence est réalisé par des entreprises comme Octo Technology, récemment acquise par Accenture, société de conseil en IT.

Nous avons joint en annexe le mapping de l'écosystème start-up en France réalisé par Bartosz Jakubowski du fonds de Venture Capital XAnge, qui recense et regroupe l'intégralité des intervenants dans cet univers.

III. Les rationnels d'acquisition

Nous allons dans cette partie approfondir la question des rationnels d'acquisition des start-ups, qui nous semblent différer du M&A traditionnel. Joy Sioufi, de GP Bullhound, nous expliquait ainsi que l'on n'achète pas une start-up pour les mêmes raisons qu'une entreprise établie.

Dans cette optique, nous commencerons par regarder ce qui pousse les actionnaires d'une start-up à vendre cette dernière. Nous étudierons dans un second temps les motivations qui poussent des entreprises à acquérir des start-ups.

1. Les motivations des vendeurs

Du côté des vendeurs, on peut vouloir vendre une start-up pour différentes raisons selon que cette dernière est en bonne santé ou pas. Dans un premier temps, nous allons regarder ce qui motive les actionnaires à la vente lorsque l'entreprise va bien. Dans un second temps, nous regarderons leurs motivations dans le cas particulier de la start-up en difficulté.

a. La start-up au beau fixe

i. Les entrepreneurs

Pour un entrepreneur, vendre sa start-up est une décision ambivalente, qui traduit la combinaison particulière de deux volontés souvent contradictoires :

- Une *exit*, qui manifeste notamment la volonté de sortir de la start-up, pour valoriser son patrimoine ou passer à un autre chapitre professionnel,
- Une *entrance*, qui reflète plutôt la volonté de poursuivre le développement de la société à travers sa vente, qui est supposée lui donner les moyens financiers et extra-financiers de sa croissance. L'entrepreneur peut, selon les cas, rester dans sa société un certain temps après la vente.

²¹ Interview de Xavier Gisserot de Charp, Pick & Pow Magazine
<http://magazine.pickandpow.com/interview-xavier-charp/>

Vendre une start-up : le « Magic Box Paradigm » d'Ezra Roizen

E. Roizen propose trois idées clé pour mieux comprendre la vente d'une start-up :

- Une start-up est une « boîte magique », dont le contenu dépend de l'identité de l'acheteur,
- La boîte magique ne peut être ouverte qu'avec la coopération de l'entrepreneur fondateur,
- Elle ne peut être ouverte qu'après avoir été portée au « sommet de la montagne » (i.e. après un long travail en commun) par l'entrepreneur et l'acquéreur.

« Il ne s'agit pas de vendre sa société ; il s'agit de créer les conditions pour que la société soit achetée ».

La vente de son entreprise est tout d'abord une sortie pour l'entrepreneur car elle lui permet de se retirer partiellement ou complètement de l'actionariat de sa start-up. Cela lui permet ainsi de valoriser son patrimoine. En effet, le patrimoine de l'entrepreneur au moment de la vente est souvent composé en majorité des parts qu'il détient dans sa société, qui ne sont pas liquides. Jusqu'à la vente, l'entrepreneur n'a qu'une richesse virtuelle.

Dans une moindre mesure, cela lui permet également de changer de vie, comme l'illustre l'exemple de Charp ci-dessous. Diriger une start-up est un travail de tous les instants sur plusieurs années.

Xavier Gisserot de Charp : « On a vendu notre start-up pour réaliser nos rêves »

La start-up Charp a été créée en 2015 par trois diplômés de HEC 2016 : Xavier Gisserot, Sévak Kulinkian et Ephraïm Bizmuth. Charp permet aux commerciaux B2B d'augmenter la qualité de leurs *leads*, pour maximiser leur efficacité.

En 2017, les trois fondateurs ont décidé de revendre leur société à Mixdata, alors qu'ils étaient en train de préparer une levée de fonds. « On a eu une belle opportunité qui s'est présentée avec Mixdata, on n'avait pas prévu de vendre aussi tôt mais ça nous permet d'entamer une transition avant d'aller poursuivre nos rêves ».

« Avec Charp on a vécu tout de manière très intense, avec une croissance ultra rapide, et au moment où on bouclait notre levée de fonds, on a été amenés à se poser beaucoup de questions sur nos prochaines années. On était en train de recruter huit nouvelles personnes, on allait s'engager sur une term sheet qui nous engageait à 5-7 ans et au même moment, on est allé voir le documentaire *Demain* tous les trois. Ça nous a rappelé qu'on s'éloignait de nos idéaux, même si l'aventure était fantastique, on avait monté Charp instinctivement, pour saisir une opportunité, pas forcément par passion. Quand on a annoncé ça aux fonds de VC, beaucoup nous ont pris pour des fous. »

Source :

<http://magazine.pickandpow.com/interview-xavier-charp/>

Mais vendre sa start-up constitue également une entrée au sein de la nouvelle structure. Au sens propre tout d'abord, l'entrepreneur intègre généralement la nouvelle entité pendant une phase de transition, qui dure généralement quelques mois et peut durer jusqu'à 2 ans. En effet, comme le souligne E. Roizen, révéler tout le potentiel d'une start-up nécessite de faire appel à

l'entrepreneur qui l'a créée. L'utilisation récurrente des *earn-outs* et autres paiements contingents de l'acquisition lie d'autant plus le sort de l'entrepreneur à celui de l'acquéreur, dans un souci d'alignement des intérêts.

Enfin, cela permet de trouver des relais de croissance grâce au soutien de l'acquéreur. Ces derniers peuvent prendre différentes formes parmi lesquelles :

- Trouver du capital supplémentaire pour nourrir la croissance, la vente étant alors vue comme une alternative à la levée de fonds. Cela a été le cas pour Leetchi comme nous le racontait sa dirigeante, Céline Lazorthes. Sa vente au Crédit Mutuel Arkéa a constitué une alternative à la levée de fonds qui était également envisagée (processus *dual track*, qui est extrêmement courant),
- Obtenir l'accès à de nouveaux canaux de vente pour atteindre les clients. Si l'on reprend l'exemple de Leetchi, que cette start-up va profiter des nombreuses agences bancaires du Crédit Mutuel Arkéa pour développer son réseau commercial et son empreinte géographique,
- Satisfaire à des exigences réglementaires, notamment dans le domaine des fintechs où des contraintes financières – notamment la solidité du bilan – sont exigées par la réglementation. Ce fut ainsi un élément de motivation majeur dans la vente de PayPlug à Natixis. Cependant, Camille Tyan, cofondateur de PayPlug, nous confiait que cette opération restait avant tout une *exit*.

La vente de la start-up : une « entrance » chez Ezra Roizen

« Dans l'optique de cet ouvrage, voyons les acquisitions du point de vue de l'accumulation des ressources dont votre start-up a besoin pour sa croissance – une alternative à la levée de fonds ou aux partenariats commerciaux. Pour une start-up, une acquisition est une *entrance* dans les ressources dont vous avez besoin plutôt qu'une *exit* des ressources que vous avez déjà accumulées. »

En fonction des ressources dont vous disposez, de quelles ressources supplémentaires avez-vous besoin ?

Produit	Produit complet	Intégration logique avec les partenaires commerciaux	Technologie pouvant étendre l'offre du partenaire
Distribution	Capacité à créer des canaux de distribution indépendants	Capacité à débloquent des opportunités et à créer des dépendances	Mise à profit des canaux existants
Monétisation	Monétisation indépendante et efficace	Monétisation par association atteignable facilement	Monétisation significativement améliorée en association
Recommandation	Levée de fonds (rester indépendant)	Etablir des partenariats commerciaux	Se vendre

C'est clairement sous cet angle que Bertrand Jelensperger, PDG et fondateur de LaFourchette, s'inscrit un an après la cession de sa société à TripAdvisor contre environ 110 millions d'euros²² :

²² Comment LaFourchette s'impose au niveau mondial, BFM Business

« Nous avons vendu LaFourchette pour développer l'activité, pas pour nous en débarrasser [...] Ils ont un savoir-faire incomparable dans le référencement et l'expérience client. C'est même cela qui a fait de ce groupe un leader international [...] Nous cherchions le meilleur partenaire possible pour assurer notre stratégie. Avec TripAdvisor, c'est un mariage parfait qui va faire de nous un leader mondial. »

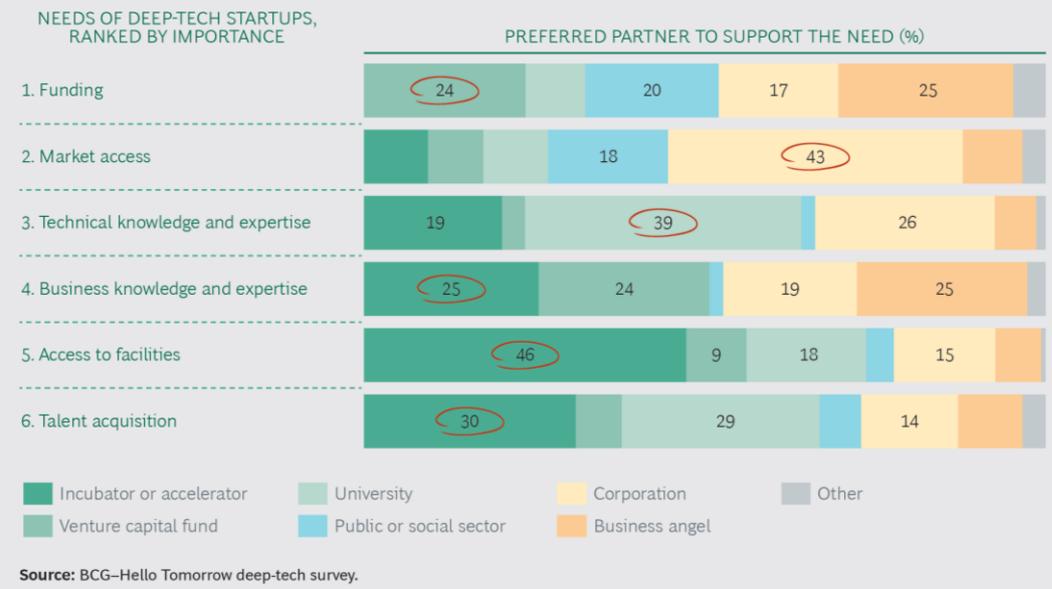
L'acquisition par un géant a notamment permis à LaFourchette de disposer des moyens financiers pour continuer sa politique de croissance externe agressive en Europe, avec BestTables au Portugal, MyTable en Italie ou encore IENS.nl au Pays-Bas.

La vente d'une entreprise répond ainsi à une dialectique de l'*exit* et de l'*entrance* pour l'entrepreneur. La vente reste dans tous les cas une *exit*, mais cette dernière n'est la plupart du temps pas instantanée. De ce fait, l'entrepreneur reste souvent impliqué et intéressé à la performance de son entreprise au sein du nouvel ensemble. Finalement, la vente d'une start-up est avant tout une stratégie de développement qui vise à se procurer les éléments nécessaires à sa croissance.

What Deep Tech Start-ups want from Corporate Partners (1/3)

Les start-ups de la « *Deep Tech* » se caractérisent par une période de construction du produit et un time-to-market plus long que des start-ups dont la brique technologique est moins complexe.

EXHIBIT 1 | Startups Seek Different Partners for Different Needs

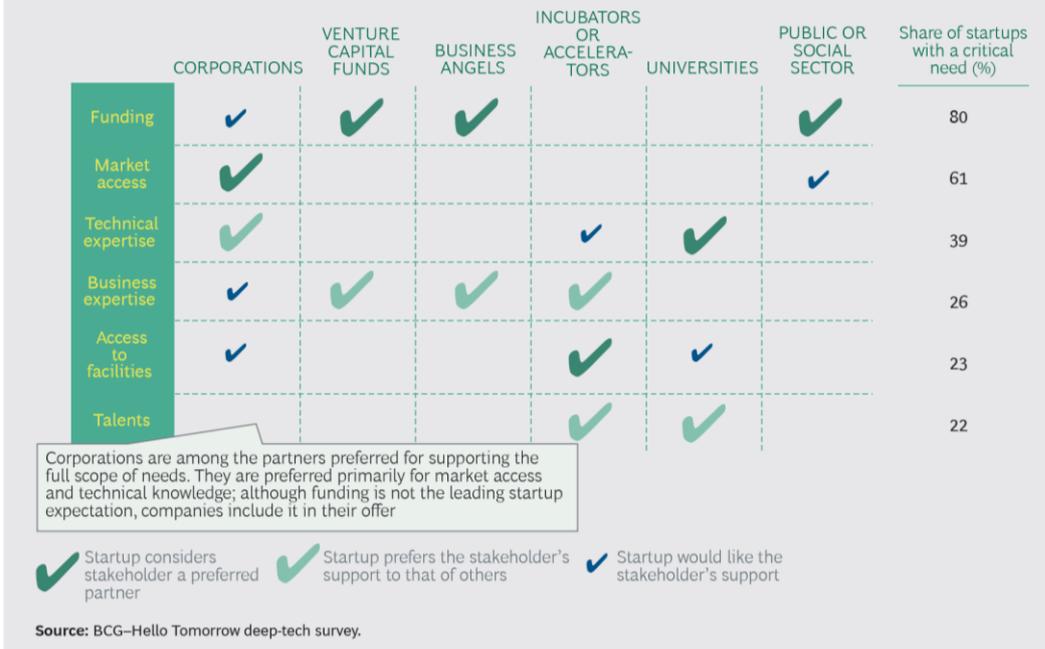


Les besoins des start-ups de la *Deep Tech* en financements et en expertise sont plus importants que nombre d'autres start-ups.

Au global, on voit que la raison principale pour une start-up de nouer un partenariat avec un grand groupe est l'accès aux canaux de distribution auxquels il lui donne accès, ainsi que, parfois, l'expertise technique qu'il apporte. On remarque aussi que, sur le seul critère des financements, les *corporates* sont une des pistes les moins utilisées par ces start-ups de la deep tech : « *Funding is the icing on the cake* ».

Les partenariats que nouent une start-up dépend donc étroitement de sa propre vision de ses besoins. Les grands groupes présentent une des offres de partenariat les plus complètes pour les start-ups.

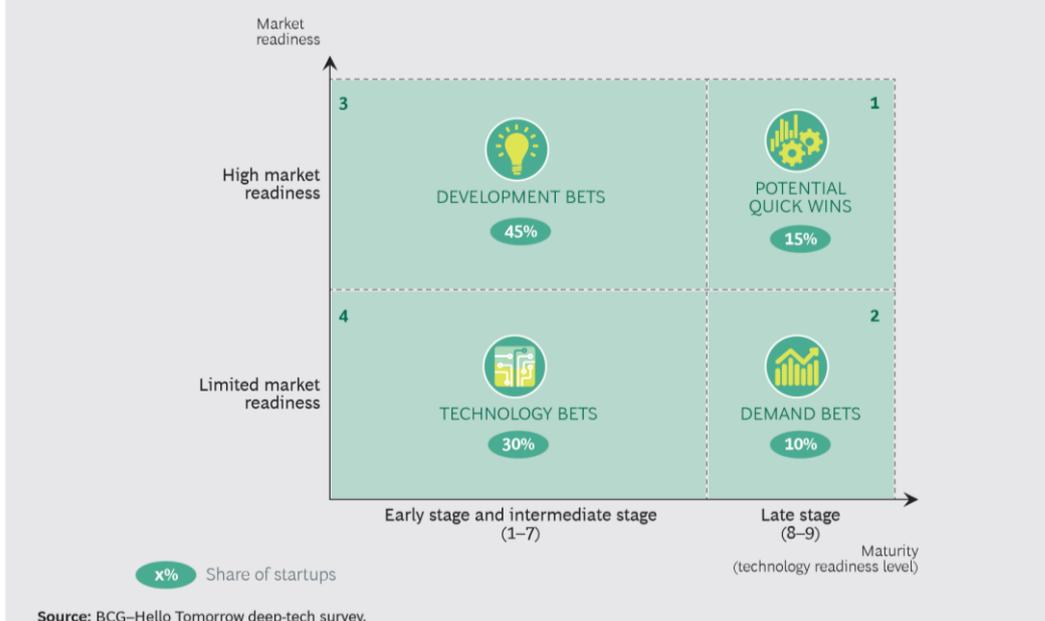
EXHIBIT 2 | Startups' Perception of Their Needs and Preferred Partners



Cette étude a aussi des conséquences pour les grands groupes : « Les grands groupes cherchant à nouer des partenariats avec des start-ups de la *deep tech* doivent segmenter ces nouveaux venus selon leur maturité et leur aptitude à se confronter au marché. »

- *Potential Quick Wins* : produit terminé et marché prêt à l'adopter. Enjeu de *scaling*
- *Demand bets* : Produit mature mais sans application commerciale. Enjeu de marché
- *Development bets* : Marché identifié. Enjeu de produit, pas encore développé
- *Technology bets* : Technologie prometteuse, pas de marché identifié. Enjeu de produit

EXHIBIT 3 | The Four Types of Deep-Tech Startups



Source :

What Deep Tech Start-ups want from Corporate Partners, Boston Consulting Group
BCG Perspectives, April 2017, Nicolas Harlé, Philippe Soussan, Arnaud de la Tour

ii. Les investisseurs

Au moment d'une vente, il est très probable que les principaux investisseurs (en termes de nombre d'actions) soient des fonds de *Venture Capital*. Les autres investisseurs étant entrés plus tôt au capital de la start-up avec des montants plus faibles, ils sont en général largement dilués.

Pour les fonds de VC, la vente d'une start-up leur permet de réaliser leur retour sur investissement. C'est ce qui leur permet de passer d'un retour théorique à un retour réel. Les fonds de VC peuvent jouer un rôle majeur en exhortant l'entrepreneur à vendre, notamment s'ils doivent faire face à des contraintes de liquidité du fait de la fermeture prochaine de leur fonds.

Pour autant, la vente peut ne pas être leur choix numéro un s'ils pensent avoir de meilleures perspectives de retour financier en poursuivant le développement autonome de la start-up. Ce fut par exemple le cas de Leetchi, vendu au Crédit Mutuel Arkea ; les fonds de VC n'étant pas initialement favorables à la vente. Le management a dû convaincre ses actionnaires de l'intérêt de l'offre pour toutes les parties.

Malgré toutes ces considérations, il faut bien avoir en tête que la décision de vendre doit faire l'objet d'un consensus. Un dialogue est donc nécessaire entre les parties. Nous pouvons rappeler à ce titre les mots de Jean-Marc Patouillaud déjà évoqués précédemment : les clauses de liquidité sont rarement activées car un consensus interne est nécessaire pour réaliser une bonne vente.

b. La start-up en difficulté

Les motivations du management comme des actionnaires à vendre une start-up sont naturellement différentes lorsque la situation de l'entreprise se dégrade.

i. Les entrepreneurs

En cas de difficultés, on pourrait distinguer trois éléments de motivation qui poussent un entrepreneur à la vente :

- Assurer la pérennité de l'activité et des salariés, l'entrepreneur étant fortement attaché à son entreprise. Ce fut notamment le cas de Save²³, start-up spécialisée dans la réparation de smartphones, et sortie du redressement judiciaire grâce à son rachat par Remade Group. Ce rachat est présenté comme ayant pour objectif principal d'assurer la pérennité de l'entreprise.
- Arrêter les frais et passer à autre chose. Diriger une start-up est déjà un travail de tous les instants, mais quand cette dernière connaît en plus des difficultés, la charge de travail peut devenir considérable. L'entrepreneur peut alors se rendre compte qu'il ne pourra pas redresser l'entreprise seul, que ce soit par manque de moyens (temps, compétences, équipe, etc.) ou par manque de capital. Vendre la start-up constitue alors un moyen de passer à autre chose.
- Assurer une rémunération aux dirigeants. Si l'on reprend l'exemple de Save, « 20% du montant de la cession revient aux dirigeants et aux managers clés ». Les dirigeants de start-up ont souvent une rémunération fixe plus basse que leur « salaire de marché », en raison et de la part de variable importante, et de leur volonté de montrer à leurs investisseurs que leur engagement à la réussite de l'entreprise est total.

²³ *Save rejoint Remade Group*, Damien Morin, CEO de Save
<https://medium.com/@damienmorin/save-rejoint-remade-group-dfd58056bd40>

ii. Les investisseurs

La vente de la start-up permet souvent aux différents investisseurs de sauver ce qui peut l'être. Le rationnel pour les investisseurs est alors de récupérer au moins une partie de leur mise initiale plutôt que de continuer à financer une start-up qui ne se développe pas suffisamment (et potentiellement engendrer des pertes encore plus élevées) ou de la laisser mourir en la plaçant en liquidation judiciaire (et donc risquer de ne rien récupérer du tout).

Il convient alors de noter que le niveau de protection diffère selon les investisseurs, en fonction des modalités de leurs prises de participation respectives. En effet, certaines clauses ou certains types d'investissement (*convertible notes* ou *preferred shares*) permettent de protéger ou de « sénioriser » le remboursement des fonds de VC sur celui des fondateurs et des autres investisseurs historiques. Les prises de participation en obligations convertibles (*convertible notes*) par des fonds de Venture Capital – qui visent à augmenter encore la protection des investisseurs au détriment de celle des entrepreneurs – se répandent aux Etats-Unis mais ne sont pas encore très courantes dans l'écosystème start-up français.

On peut prendre en exemple l'acquisition de Stuart par le groupe La Poste. Le groupe avait pris une participation minoritaire dans la société : 20% du capital pour 10m€. Suite à la détérioration de l'activité de Stuart, La Poste a décidé de faire l'acquisition de l'intégralité du capital restant, soit 80%, pour 7m€. Ces 7m€ ont servi à rémunérer les investisseurs en Venture Capital du montant de leurs investissements, et n'ont pas servi de rémunération aux fondateurs de la société.

Les fonds de Venture Capital français et américains n'ont pas la même philosophie pour atteindre leurs objectifs de rentabilité. Thomas Reygagne, Analyste chez Avolta Partners, nous expliquait ainsi que les fonds américains espèrent faire x10 sur leur investissement en cas de succès et acceptent de perdre leur mise sur leurs échecs – qui constituent la grande majorité de leurs investissements. En revanche, les acteurs français espèrent plutôt ne jamais perdre d'argent, en récupérant environ leur mise initiale en cas d'échec, et en se contentant d'un x3 sur leur investissement de départ en cas de succès. Pour cela, les fonds de VC français n'hésitent pas à réinjecter de l'argent ou à orienter la start-up vers une vente.

Les approches différentes des fonds de Venture Capital peuvent être un des facteurs explicatifs des écarts conséquents en termes de taux de rentabilité de cette industrie entre la France et les Etats-Unis. Dans un article publié en 2012, les professeurs à HEC Etienne Krieger et Frédéric Iselin démontrent que le TRI du capital risque en France lissé sur dix ans est négatif, à -0.8%, alors qu'il est de 20.8% pour les fonds de LBO en France et de 34.5% sur le capital-risque aux Etats-Unis²⁴.

La question de la vente d'une start-up en difficulté est peut-être en fin de compte l'un des seuls cas de figure où l'on peut vraiment avoir des divergences très profondes entre investisseurs et entrepreneurs.

2. Les motivations des acquéreurs

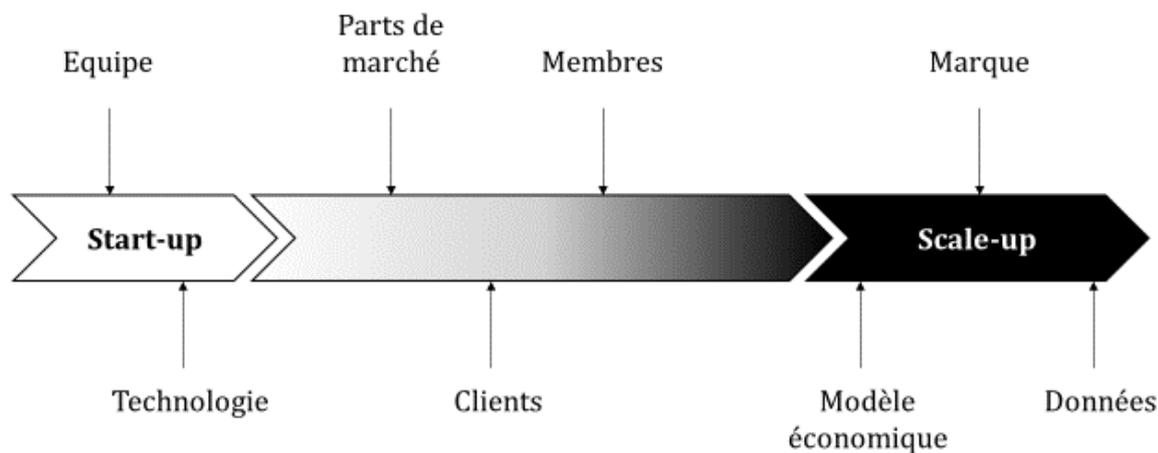
Si l'on n'achète pas une start-up pour les mêmes raisons qu'une entreprise établie, quelles motivations poussent alors des acquéreurs à effectuer ce type d'opérations ? Suite à nos recherches et grâce à notre base de données, nous sommes parvenus à isoler certains facteurs récurrents, que nous allons développer dans cette partie.

²⁴ Krieger E., Medjad K., Iselin F., Grandsart R. & Gerasymenko V. (2012), « La performance du capital-risque : entre fantasme et réalité... », Conférence « Innovation, Financement et Entrepreneuriat », 3 février 2012, HEG Genève.

a. Typologie des rationnels d'acquisition de start-up

Commençons tout d'abord par définir brièvement chaque facteur. Précisons également que ces facteurs ne sont pas exclusifs les uns les autres, bien au contraire. Nous aborderons cette partie sous la forme d'une gradation dans ce qui est acheté, du plus simple au plus complexe.

Evolution des rationnels d'acquisition avec la maturité de la startup



i. L'équipe

Le premier facteur motivant l'acquisition d'une start-up, et probablement le plus simple, est l'acquisition pure et simple de cette dernière pour recruter son équipe, tant technique que managériale. C'est ce qu'on appelle en anglais l'*acqui-hiring*, c'est-à-dire une acquisition qui est en fait un processus de recrutement « grandeur nature » pour l'acquéreur. A titre d'illustration, il peut s'agir de recruter des développeurs disposant de connaissances spécifiques sur un sujet donné, et qu'il serait difficile voire impossible de recruter autrement, par exemple car peu de développeurs ont déjà travaillé sur le sujet en question en dehors de ceux de la start-up acquise.

Cette pratique était très en vogue il y a quelques années, notamment de la part des géants technologiques américains. On valorisait alors l'entreprise selon des multiples de masse salariale par exemple, ou selon des multiples du nombre de développeurs. On dit que Google payait ses acquisitions de start-ups au prix d'un million de dollars par développeur. Cette pratique s'inscrit dans un contexte de surchauffe du marché des développeurs principalement aux Etats-Unis.

ii. La technologie

Le second facteur concerne le rachat d'une technologie, pas nécessairement tout à fait aboutie ou complètement intégrée à un *business model* éprouvé. On pourrait citer comme exemple l'acquisition en 2016, par Google, de Moodstocks pour sa technologie d'intelligence artificielle tournée vers la reconnaissance des objets²⁵. Dans cet exemple, la technologie était relativement aboutie puisque déjà commercialisée.

²⁵ Avec le français Moodstocks, Google avance ses pions dans l'intelligence artificielle, Maddyness <https://www.maddyness.com/finance/2016/07/06/google-rachat-moodstocks/>

iii. Les parts de marché

Il s'agit ici d'épaissir sa clientèle, sans pour autant chercher à diversifier les services proposés. En d'autres termes, on achète de nouveaux clients pour faire la même chose qu'avec les clients actuels. C'est une logique de consolidation commune au M&A traditionnel. On peut l'observer à l'échelle nationale ou internationale.

A l'échelle locale ou nationale, la logique est assez simple : deux concurrents sont sur une même industrie et la consolidation permet l'émergence d'un acteur plus grand, permettant notamment de mieux absorber les coûts fixes par l'atteinte d'une taille plus importante ou de limiter la pression sur les prix. Il y a eu de nombreuses opérations de ce type en France ces dernières années, en particulier dans la foodtech. Citons par exemple l'acquisition de L'Épicier Toqué par Foodette en 2016²⁶.

L'acquisition peut également se faire par delà les frontières. Les différents marchés nationaux au sein de l'Europe étant assez segmentés (la concurrence étant souvent limitée d'un pays à l'autre), la logique de consolidation est légèrement différente. Au-delà des problématiques de taille, l'acquisition d'un concurrent étranger est souvent le moyen employé pour pénétrer un nouveau marché. C'est un schéma assez récurrent dans notre base de données. A titre d'exemple, on pourrait citer l'acquisition par GuesttoGuest de son concurrent espagnol HomeForHome. En 2013, GuesttoGuest avait déjà acheté Itamos, une start-up concurrente anglaise²⁷.

iv. Le développement qualitatif de la clientèle

Si l'acquisition d'une start-up pour acquérir des parts de marché relève d'une logique quantitative, des acquisitions peuvent également poursuivre une logique plus qualitative. Les objectifs peuvent alors être de diversifier le portefeuille de clients ou de le rééquilibrer, de développer le *cross-selling*, etc.

Le rachat de Leetchi par le Crédit Mutuel Arkéa entre dans ce cas de figure. En effet, Céline Lazorthes nous expliquait lors de notre échange que cette acquisition devait permettre au Crédit Mutuel Arkéa d'obtenir l'accès à une clientèle plus jeune et urbaine. A plus long terme, cela crée une passerelle pour faire passer cette clientèle sur le coeur de métier du Crédit Mutuel Arkéa, à savoir les métiers de la banque.

v. Les membres

Le rachat de membres est quasi exclusif aux modèles économiques de plateforme, où l'on a, d'un côté, des acteurs qui proposent un service, et de l'autre, des consommateurs finaux qui achètent ce dernier. Acquérir une start-up pour ses membres signifie que la start-up a déjà réussi à établir un minimum de traction et une certaine crédibilité auprès de son marché, étant donné qu'elle a su générer et cultiver et son offre et sa demande.

Comme pour les facteurs liés à la clientèle, on a également une double dimension, qualitative et/ou quantitative, du renforcement de l'offre de l'acquéreur.

On pourrait citer comme l'exemple l'acquisition de Sharette par Citygoo en 2016. Cette dernière a permis à Citygoo d'étendre son offre de covoiturage en Ile-de-France, grâce à un élargissement conséquent de sa base de membres.

²⁶Foodette continue de se muscler et rachète L'Épicier Toqué, Maddynews
<https://www.maddynews.com/finance/2016/10/10/foodette-rachat-lepicier-toque/>

²⁷GuestToGuest met la main sur son concurrent espagnol HomeForHome, Maddynews
<https://www.maddynews.com/finance/2016/09/19/guesttoguest-rachat-homeforhome/>

vi. Un modèle économique validé

Ce facteur désigne cette fois l'acquisition d'un modèle économique validé. A la lumière des définitions posées dans la première partie de cette étude, on comprend donc que cela concerne *de facto* plutôt de jeunes scale-ups que des start-ups au sens strict. Les entreprises ainsi acquises ne sont pas nécessairement déjà rentables mais représentent une nouvelle ligne d'activité potentielle pour l'acquéreur, avec un produit validé et des clients récurrents.

A titre d'exemple, nous citerons à nouveau de l'acquisition de Leetchi par le Crédit Mutuel Arkéa. On voit à travers cet exemple qu'une telle acquisition peut signifier l'entrée sur un nouveau marché et, pour l'acquéreur, l'acquisition des fondations d'une nouvelle *business unit*.

vii. La marque

Si l'on continue dans notre gradation, on atteint ensuite l'acquisition d'une start-up pour sa marque. Ce facteur peut très bien intervenir avant la validation du business model. Notons également que cela concerne principalement des secteurs B2C. Même si la prise de participation n'est que minoritaire pour le moment (environ 40%, mais une montée progressive au capital est prévue), le rapprochement entre Michel et Augustin et Danone en 2016 nous semble, entre autres, répondre à cette logique²⁸.

Encore une fois, l'acquisition de Leetchi par le Crédit Mutuel Arkéa nous semble également motivée par l'image forte de Leetchi dans le secteur de la cagnotte en ligne.

viii. Les données

Nous avons enfin identifié un dernier facteur, bien qu'encore absent en France à ce jour : l'acquisition d'une start-up pour les grandes quantités de données en sa possession. C'est un phénomène assez nouveau très lié aux domaines de l'intelligence artificielle et du *machine learning*, dont les algorithmes ont besoin d'énormément de données pour s'entraîner et produire des recommandations fiables. Citons à titre d'exemples les acquisitions de Mobileye par Intel en 2017 ou encore de LinkedIn par Microsoft en 2016. Dans sa « une » du 6 Mai 2017, *The Economist* argumente que les données sont devenues la ressource la plus précieuse du monde, à la place du pétrole²⁹. Ils expliquent que

« Chaque business application sera disruptée par l'intelligence artificielle. [...] C'est une des principales raisons pour lesquelles Microsoft a racheté LinkedIn pour 26 milliards de dollars, un réseau social professionnel qui a 467 millions d'utilisateurs. Le deal contribue aux données auxquelles Microsoft a besoin pour entraîner ses nouvelles applications de l'intelligence artificielle. »

Dans un autre article³⁰, l'hebdomadaire affirme que

« Les constructeurs automobiles ont accès aux données de milliards de kilomètres de conduite. Les voitures autonomes de Google génèrent leurs propres données. Pour Intel aussi, la valeur de Mobileye sera en tant que source de données, en plus d'être une source de revenus et de profits. »

À ce stade, nous quittons cependant réellement les start-ups car il faut une certaine taille pour être capable de rassembler autant de données. Cela reste également un phénomène nouveau,

²⁸ Michel et Augustin, première opération du nouveau fonds d'investissement de Danone, Maddyne <https://www.maddyne.com/business/2016/06/29/danone-michel-et-augustin/>

²⁹ *Fuel of the Future ; Data is giving rise to a new economy*, *The Economist*, 6 Mai 2017

³⁰ *Mobileye on the Road ; Mobileye and Intel join forces*, *The Economist*, 16 Mars 2017

encore en cours d'amorçage aux Etats-Unis. Nous n'avons pas trouvé d'acquisition répondant à cette logique en France, mais nous imaginons que cela pourrait se produire dans le futur.

b. Les rationnels d'acquisition de start-ups pour les *corporates*

Pour les grands groupes, la question des start-ups se pose sous deux angles différents : les start-ups deviennent pour les grands groupes des acteurs majeurs de leur environnement concurrentiel, ainsi qu'un pilier central de leur stratégie d'innovation. Ces deux enjeux sont intimement liés dans la mesure où une riposte concurrentielle efficace de la part des *corporates* passe par l'innovation, et donc bien souvent par des partenariats avec d'autres start-ups.

La relation d'un grand groupe avec une start-up balance donc entre compétition et coopération. Dans un récent article du Boston Consulting Group³¹ centré sur les start-ups de la fintech, leur relation est décrite comme pouvant devenir celle de « *best frenemies* ». L'article souligne que

« Malgré toutes les peurs quant à l'impact disruptif des fournisseurs de technologies financières, le smart money dans le monde de la Banque de Financement et d'Investissement voit les fintechs comme des alliés stratégiques, et non comme des ennemies [...] »

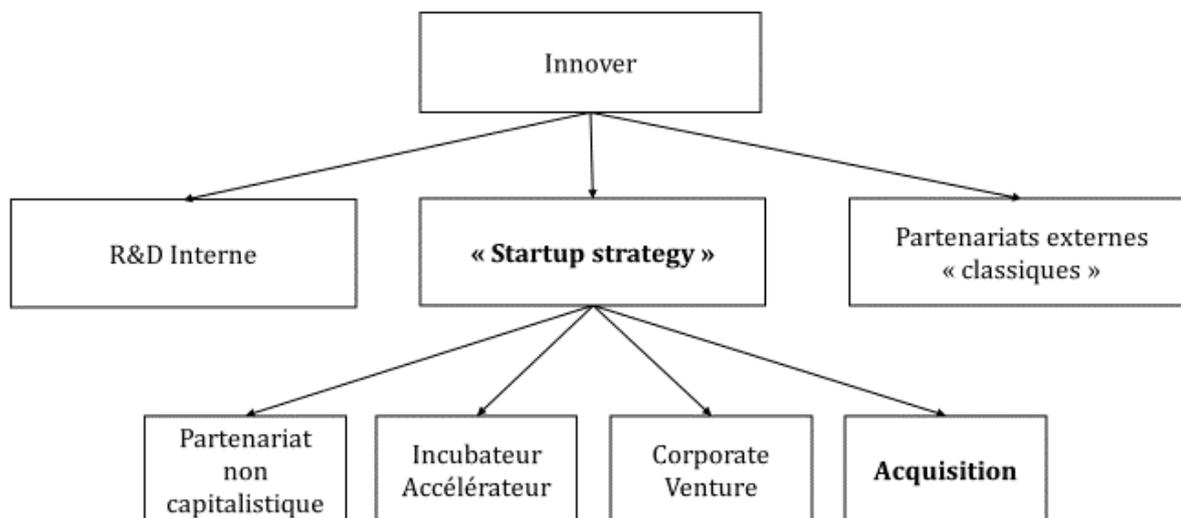
« Même si les fintechs ne pourraient pas remplacer les banques d'investissement directement, un danger indirect – posé par les banques elles-mêmes – a des chances d'être plus large et plus impactant [...] Déjà, plusieurs banques d'investissement ont signé des partenariats avec des fintechs pour s'approprier leurs technologies et gagner un accès à leurs services spécialisés et leurs compétences avant que le coût d'acquisition de ces entreprises n'explose. Les acteurs historiques qui n'agiront pas rapidement seront frappés deux fois – par des compétiteurs plus agiles et par les fintechs qui grignoteront leurs marges dans des activités attractives de commissions, comme les paiements, le financement de supply chain ou les devises. »

Et dans la logique de compétition et dans la logique de coopération, le M&A est une option stratégique. Jusqu'à présent il est plus utilisé dans des optiques d'innovation que de cooptation de la concurrence, sauf dans certains cas particuliers (voir ci-dessous).

³¹ *Fintechs may be Corporate Banks' best frenemies*, Boston Consulting Group

i. Un pilier de leur stratégie d'innovation

La « startup strategy » devient centrale aux stratégies d'innovation des grands groupes



Au même titre que la R&D interne ou les partenariats externes classiques, avec des universités par exemple, la « start-up strategy » des grands groupes devient un enjeu crucial de leurs stratégies d'innovation. L'acquisition de parts majoritaires dans les start-ups n'est qu'un des quatre leviers possibles de cette « start-up strategy », au même titre que les partenariats non capitalistiques (partenariats de recherche ou partenariats commerciaux avec des start-ups), les incubateurs et accélérateurs, ou encore le Corporate Venture Capital.

Ces trois dernières options forment, dans un récent article du Boston Consulting Group³², les trois pistes de « start-up strategy » les plus populaires auprès des grands groupes. L'acquisition y est vue comme une solution adaptée à quelques cas particuliers. Dans le cadre des stratégies d'innovation, les plus populaires sont aussi les moins capitalistiques – les incubateurs et accélérateurs ont plus le vent en poupe le Corporate Venture Capital. Ceci forme un paradoxe, compte tenu de la popularité croissante des acquisitions de start-up.

D'après l'article du BCG, « ces outils de *venturing* ne supplantent pas la R&D interne mais la complètent ». On peut citer par exemple la stratégie d'innovation en cybersécurité de Microsoft, qui vise à investir un milliard de dollars sur le sujet, et n'inclut pas dans ce budget le montant de ses acquisitions, comme celles d'Hexalite pour 100 millions de dollars.³³

Ayant accès à toute cette variété d'outils pour profiter de la dynamique d'innovation des start-ups, pourquoi les grands groupes passent-ils donc, dans certains cas, par l'acquisition de start-ups ?

³² *Corporate Venturing Shifts Gears*, Boston Consulting Group

D'après cet article, les sommes investies dans le Venture Capital ont doublé entre 2010 et 2015, mais les investissements en *Corporate Venture Capital* (CVC) ont cru encore plus rapidement, ce qui explique que la part du CVC dans l'industrie du VC a augmenté de 7% à 9%, avec un CAGR de 28%. Alors que 27% des acteurs interrogés avaient recours au CVC en 2010, ils étaient 40% à le faire en 2015. Cependant, l'augmentation de la popularité des autres leviers de « start-up strategy » ont été encore plus forts car la part des acteurs proposant des incubateurs ou accélérateurs est passée de 2% à 44% dans le même intervalle.

³³ *Microsoft reportedly buys Israeli cybersecurity firm Hexadite*, CNBC

- **Les outils de *venturing* sont souvent des « due diligence Grandeur Nature » en vue d'une acquisition** : Lora Dimitrova³⁴ conclut que

A l'inverse des Venture Capitalists traditionnels, les Corporate Venture Capitalists acquièrent souvent des entreprises de leur portefeuille [...] L'identification d'opportunités d'acquisition a été un des principaux objectifs de l'investissement en Corporate Venture

Essentiellement, l'acquisition d'une start-up est tellement risquée pour un grand groupe qu'il préfère prendre une "option stratégique" sur l'avenir de la start-up sous la forme d'un Investissement Corporate Venture. Lorsque la start-up poursuit son développement, et que l'incertitude quant à sa réussite diminue – ce qui réduit également la valeur de l'option stratégique du *corporate* – c'est alors que le grand groupe passe à l'acquisition pleine et entière de la start-up de son portefeuille. On peut alors assimiler le Corporate Venture à une "due diligence grandeur nature", avec 34% des sorties réalisées par des CVC constituées d'acquisitions par le groupe³⁵. Comme l'explique Lora Dimitrova :

L'investissement en Corporate Venture avant une acquisition intégrale limitent le risque de downside pour les investisseurs corporate en leur donnant des informations clé sur les marches et les technologies de la start-up. Cette information profère aux investisseurs un avantage par rapport à des acquéreurs qui ne seraient pas des investisseurs, et permet aux investisseurs et aux start-ups de prendre des décisions mieux informées et meilleures au sujet d'une acquisition.

Selon une étude Deloitte, 34% des sorties des fonds de CVC étaient des acquisitions par le groupe.

- **Préempter la concurrence** : c'est un schéma classique mais encore plus fréquent pour les start-ups dans lesquelles ont investi des fonds de Corporate Venture Capital. Selon Lora Dimitrova, "passer de 2 investisseurs CVC à 4 augmente la probabilité d'une acquisition de 29% ». Plus généralement, en reprenant l'idée de la "menace indirecte" posée par les start-ups de la *fintech* aux banques établies, le grand danger pour les grands groupes n'est pas, dans l'immédiat, une concurrence frontale de ces start-ups, mais au contraire une utilisation de ces start-ups par les concurrents historiques pour améliorer l'offre en la rendant plus complète, plus simple ou moins chère.
- **Renforcer l'innovation** : acquérir une start-up permet de s'assurer l'exclusivité sur l'utilisation ou la vente d'une technologie, là où les autres instruments – partenariats, incubateurs, investissements Corporate Venture – ne permettent que la découverte et la familiarisation avec les nouvelles technologies. Par ailleurs, Lora Dimitrova trouve que la propension des *corporates* à acquérir les sociétés dans lesquelles ils avaient préalablement investi est négativement corrélée avec l'intensité de l'innovation dans la société mère. Ainsi, plus une société a du mal à innover en interne, plus elle a de chance de passer par le Corporate Venture pour externaliser son innovation. Comme on peut le voir, la conclusion de Lora Dimitrova est à l'inverse de celle de l'article du BCG sur les différentes approches pour innover avec les start-ups ; le débat est ouvert.

Dans notre base de données, une part importante des acquisitions par des grands groupes sont réalisées à des fins d'innovations (6 transactions sur 11, soit 54%). On peut citer comme exemples :

- L'acquisition par AccorHotels de John Paul en 2016, une start-up française mêlant conciergerie et intelligence artificielle pour un montant d'environ 150m€,

³⁴ *Strategic Acquisitions by Corporate Venture Capital Investors*, Lora Dimitrova, 2013

³⁵ *Les Corporate Venture Capitalists en France ; Baromètre semestriel*, Deloitte

<https://www2.deloitte.com/fr/fr/pages/services-financier/articles/corporates-ventures-capitalists.html>

- Le secteur de la banque et de l'assurance repose également fortement sur les start-ups pour les innovations dans les fonctionnalités ou les parcours clients, à l'image de la start-up PayPlug rachetée par Natixis en 2016 : la start-up propose une solution de paiement simple et intuitive à une clientèle composée majoritairement de PME. On peut citer également le Crédit Mutuel Arkéa et son acquisition de la société de cagnotte en ligne Leetchi pour environ 50m€,
- Outre-Atlantique, on peut également citer l'acquisition par Ford de Argo AI pour mieux se positionner dans le segment de la voiture autonome,
- L'acquisition de Withings par Nokia, qui a servi au finlandais de levier pour sa réinvention, en sortant de la téléphonie mobile et des réseaux téléphoniques pour devenir un spécialiste des nouvelles technologies, et en particulier de l'Internet des Objets.

Cette stratégie conduit les *corporates* à investir dans des start-ups relativement matures. En effet, les *corporates* investissent dans des entreprises ayant prouvé leur potentiel d'innovation, avec un produit au point et adopté par le marché. Par ailleurs, les cibles nécessitent une certaine maturité organisationnelle, pour pouvoir poursuivre leur développement de manière indépendante de l'acquéreur au moins un temps.

Le hub BPI France : mettre en relation start-ups et grands groupes

Le Hub, sous la direction de Cécile Brosset, s'adresse à la fois aux start-ups et aux grands groupes.

Elle aide notamment ces derniers à d'identifier les meilleures start-ups françaises, à travers un travail « d'évangélisation », avec l'organisation d'événements, et de recensement des données sur les start-ups existantes. Le Hub encourage tous types d'échanges, y compris les acquisitions, pour lesquelles il se place comme un apporteur d'affaires.

Le Hub propose aussi aux start-ups, notamment les scale-ups B2B, de les accompagner, par exemple sur leur plan commercial, avec des conseils ou des mises en relation.

En deux ans, le Hub a accompagné une quarantaine de start-ups, et une soixantaine de grands groupes, comme Crédit Mutuel Arkéa ou encore AccorHotels. L'objectif du Hub pour les années à venir est d'aller au-delà du contractuel et d'encourager encore plus de M&A entre les start-ups et les *corporates*.

LES 4 PRINCIPAUX ACTIFS DU HUB



Source :

Interview Frenchweb par Cécile Brosset

[http://www.frenchweb.fr/comment-le-hub-bpifrance-accelere-le-rapprochement-entre-grands-groupes-et-start-](http://www.frenchweb.fr/comment-le-hub-bpifrance-accelere-le-rapprochement-entre-grands-groupes-et-start-up/294128?utm_source=FRENCHWEB+COMPLETE&utm_campaign=9431e2fc38EMAIL_CA)

[up/294128?utm_source=FRENCHWEB+COMPLETE&utm_campaign=9431e2fc38EMAIL_CA](http://www.frenchweb.fr/comment-le-hub-bpifrance-accelere-le-rapprochement-entre-grands-groupes-et-start-up/294128?utm_source=FRENCHWEB+COMPLETE&utm_campaign=9431e2fc38EMAIL_CA)
MPAIGN_2017_05_29_AM&utm_medium=email&utm_term=0_4eb3a644bc-9431e2fc38-106964697

<http://www.bpifrance-lehub.fr/innover/>

ii. Un *hedge* stratégique en prenant des parts dans la disruption

Le rationnel d'acquisition pour d'autres start-ups consiste plus à une assurance contre la disruption possible d'un marché. Les deux approches sont extrêmement complémentaires, comme le souligne Cécile Brosset, directrice du Hub Bpifrance, dans un article récent³⁶ :

« De Fortuneo à Grisbee, en passant par Mangopay, Younited ou encore Smartangels, Crédit Mutuel Arkea est devenu exemplaire dans la construction d'un écosystème de start-ups grâce à une vision stratégique parfaitement exécutée : tickets dans les start-ups disruptives versus partenariats et acquisitions des start-ups complémentaires. »

L'idée ici est dans un premier temps de surveiller de plus près les nouveaux produits ou nouveaux *business models* dans un marché, pour suivre leur adoption par le marché et éventuellement s'en inspirer. A la manière d'une police d'assurance, l'objectif est qu'ensuite, si la disruption l'emporte, la perte de valeur de la société mère soit au moins partiellement compensée par l'appréciation de la valeur de la start-up disruptive.

On peut placer dans cette optique plusieurs acquisitions récentes :

- L'acquisition de MinuteBuzz par TF1 ; ce média alternatif est distribué uniquement sur Internet, et représente un modèle disruptif pour l'acquéreur
- La cession de Compte-Nickel à BNP Paribas : initialement nommée NoBank, cette start-up représente un modèle disruptif dans la mesure où elle s'adressait à une clientèle nouvelle, en leur proposant une offre produit, des canaux de distribution - les bureaux de tabac - et un parcours client complètement nouveaux et en concurrence frontale avec les acteurs traditionnels

Dans ce cas de figure également, l'acquisition par un *corporate* s'adresse principalement à des start-ups ayant atteint un fort niveau de maturité, étant donné qu'elles sont appelées à poursuivre leur développement de manière indépendante, pour préserver leur vision disruptive.

c. Les *tech giants*

Les *tech giants* sont des anciennes start-ups ayant mûri et dépassé même le stade de la scale-up. Elles sont un des principaux acquéreurs de start-ups, et présentent surtout une diversité des rationnels d'acquisition qui est sans doute la plus forte parmi les groupes d'acquéreurs que nous avons constitués. Ces *tech giants* – américains ou français – voient les start-ups comme des moyens de construire des équipes ou de compléter leurs produits, et peuvent les acquérir pour des montants record lorsqu'il s'agit de défendre leurs parts de marché.

i. Les *acqui-hire*

Les *acqui-hire* sont probablement un des rationnels d'acquisition les plus emblématiques de l'univers des start-ups. Il consiste à acquérir une start-up principalement pour pouvoir recruter l'équipe - notamment technique - qui la constitue. Il répond à une double difficulté du côté des *tech giant* - celui de trouver les développeurs sur le marché du travail d'une part, et celui d'évaluer leurs compétences préalablement à l'embauche de l'autre. Dans un *acqui-hire*, la transaction est assimilable à un processus de recrutement en grandeur nature, dont coût élevé est justifié par l'importance d'embaucher les meilleures équipes techniques et managériales.

³⁶ *Corporates, Start-ups, il est temps de passer à l'action*, Cécile Brosset-Dubois
<https://www.linkedin.com/pulse/corporates-start-ups-il-est-temps-de-passer-%C3%A0-laction-brosset-dubois>

L'idée sous-jacente est que le business de la start-up n'a en lui-même très peu de valeur, ou que la valeur du développement de ce business est inférieure à la valeur que pourraient créer cette équipe entrepreneuriale si elle était intégrée aux opérations du *tech giant*. Dans un *tech giant*, l'activité initiale de la start-up acquise est systématiquement arrêtée. Les start-ups acquises pour ce rationnel sont donc très souvent embryonnaires ou aux premières étapes de leur développement : les équipes ont commencé à développer leur technologie et commencent à générer de la "traction" sur la qualité de cette dernière de la conception et de l'exécution de cette dernière.

Dès lors, il était question outre-Atlantique de multiples de masse salariale, ou plus précisément du nombre de développeurs, pour valoriser des start-ups en *acqui-hire*. On disait ainsi que Google payait ses acquisitions au prix de 1m\$ par développeur³⁷.

Les *acqui-hire* semblent être moins courants en France, principalement parce que les *tech giants* sont majoritairement américains et donc ont tendance à recruter leurs équipes techniques aux Etats-Unis. Par exemple, 60% des sociétés acquises par Google avaient leur siège en Californie³⁸. D'après un article de CB Insights décrivant « La fin de l'*acqui-hire* », le trend des *acqui-hire* a atteint son pic pendant les années 2013 et 2014, et a depuis quasiment disparu. Il était dû à deux facteurs principaux : d'une part, la disparité entre les financements « seed » et les financements Série A, qui a entraîné beaucoup de start-ups dans le « *Series A crunch* » et les a forcé à se mettre en vente ; d'autre part, le « désir insatiable [...] pour des ingénieurs de talent » de la part des *tech giants* tels Yahoo, Google ou Facebook.

Etant donné qu'un *acqui-hire* implique qu'une entreprise achetée n'a que peu de valeur mise à part les talents qui la composent, les *acqui-hire* mènent à des valorisations plus basses que lorsqu'une start-up est achetée pour sa technologie ou, mieux encore, pour son business model validé. Comme l'explique Ezra Roizen en reprenant une métaphore venant du baseball,

*« L'intérêt de l'acquéreur peut pencher pour l'équipe et les convaincre de la valeur de la plateforme développée par la start-up – outre les employés – peut s'avérer compliqué. Un home run a lieu lorsqu'ils voient de la valeur dans la plateforme. Un double home run se produit lorsqu'ils valorisent l'expertise de l'équipe en tant qu'unité. Vous pouvez parfois réussir atteindre la prochaine base [un coup correct en baseball] s'ils voient de la valeur dans les individus qui composent l'équipe, même s'ils prévoient de les séparer et de les distribuer dans leur organisation. »*³⁹

ii. L'acquisition de briques technologiques ou de produits complémentaires

Les acquisitions les plus courantes réalisées par des *tech giants* sont de loin des acquisitions de briques technologiques complémentaires. Elles représentent en effet la grande majorité de notre échantillon, avec six transactions sur dix. On peut citer notamment :

- L'acquisition par Google de la société française Moodstocks, spécialisée dans l'Intelligence Artificielle,
- Le rachat de Niland par Spotify : la société française a développé un algorithme de recherche et de personnalisation spécialisé dans la musique que Spotify pourra intégrer à son produit,
- Celui d'Adotmob par Vente-Privée : la société Adotmob propose de l'optimisation en temps réel de la publicité sur smartphones et tablettes. Vente-Privée souhaite notamment améliorer la segmentation de ses utilisateurs et améliorer leurs parcours d'achat en intégrant cette brique technologique,

³⁷The end of the Acqui-Hire ; Silicon Valley's start-up severance package falls out of favour, CB Insights
<https://www.cbinsights.com/blog/acquihire/>

³⁸

³⁹ Magic Box Paradigm, Ezra Roizen, p60

- Le rachat de BIME Analytics permet à Zendesk d’aller plus loin dans l’analyse de ses données clients, et permet également à Zendesk de se développer sur le marché français (le siège de Zendesk France a migré à Montpellier, au siège de BIME Analytics, dont les équipes commerciales s’occupent désormais du développement de Zendesk),
- L’acquisition de LaFourchette par TripAdvisor : TripAdvisor découvre un business model autre que celui de la publicité avec cette transaction – à savoir la commission – et un nouveau secteur, avec la restauration. TripAdvisor a fait de LaFourchette, devenu The Fork, sa tête de pont pour conquérir le marché européen de la réservation de restaurants, et donc développer une nouvelle *business unit* à part entière,
- L’acquisition du français Zenly par Snapchat pour 300m\$ a permis à ce dernier de proposer dans une mise à jour de son application proposée le lendemain de l’acquisition la nouvelle fonctionnalité Snap Map de géolocalisation de ses amis.

Toutefois, il faut relativiser le potentiel de transformation que peut avoir la technologie d’une start-up encore très immature pour un grand groupe technologique, dont les opérations peuvent être parfois colossales. Comme l’écrit Ezra Roizen, “très souvent [les tech giants] pensent que quelle que soit la technologie développée par la start-up, elle ne fonctionnera pas à leur échelle, ou bien propose du noir et blanc alors qu’eux veulent de la couleur ».

Bien que ces acquisitions puissent concerner les plus grands *tech giants* mondiaux (Google, Facebook, Amazon, etc), les exemples ci-dessus illustrent qu’elles sont plus souvent le fait de *tech giants* de taille intermédiaire (Vente-Privée, Snapchat, Spotify, Zendesk, etc.), qui sont encore en cours de construction et de perfectionnement de leur offre produit.

iii. Les stratégies d’étouffement de la concurrence

Ces acquisitions sont probablement celles qui marquent le plus le grand public et affolent le plus les professionnels de la finance d’entreprise qui peinent à valoriser les montants investis par les *tech giants* lors de ces acquisitions. On peut citer en exemple les acquisitions par Facebook des concurrents potentiels Instagram pour 1m\$ ou de WhatsApp pour 22m\$. Les chiffres clés du *business case* de ces acquisitions ne sont pas les profits ou le chiffre d’affaire des sociétés cibles, mais le nombre de minutes que passe chacun de leurs utilisateurs sur ces applications tous les jours, et la valeur boursière que pourrait perdre Facebook s’il en venait à avoir un véritable concurrent.

Sur la scène française, quelques exemples répondent dans une moindre mesure à cette logique. On remarque notamment que les expansions internationales sont majoritaires dans cette catégorie, et elles représentent plus un évitement de la concurrence qu’un affrontement frontal :

- Le Petit Ballon et Vente-Privée : ce dernier a pris une participation majoritaire dans le spécialiste du vin. Les deux entreprises sont en forte concurrence sur le secteur du vin, et leur partenariat est supposé apporter au Petit Ballon l’expertise de la logistique, et à Vente-Privée l’expérience du marché du vin.⁴⁰
- Privalia par Vente-Privée : Vente-Privée a acquis son concurrent espagnol, à la fois à des fins d’expansion internationale mais également pour se débarrasser d’un concurrent potentiel sur le marché français.

La limite entre l’acquisition de technologies complémentaires et la préemption des concurrents peut être tenue, car la technologie complémentaire peut souvent servir de tremplin à la pénétration d’un marché adjacent. La différence réside surtout pour nous dans le degré de maturité de la société cible ; si elle est encore en phase de développement de la technologie de son *go-to-market*, alors ce qui est acheté est essentiellement la technologie. Si en revanche la société est technologiquement, organisationnellement et commercialement structurée, et est à

⁴⁰Vente Privée engloutit la box de vin Le Petit Ballon, Les Echos

<https://www.lesechos.fr/industrie-services/conso-distribution/0211969310699-vente-privée-avale-la-box-de-vins-le-petit-ballon-2079600.php>

un niveau de développement comparable à celui de l'acheteur, alors nous considérerons qu'il s'agit là d'une acquisition à des fins de préemption de la concurrence.

Les stratégies M&A des plus grands *tech giants*

- **Google** : L'entreprise californienne est un des acquéreurs de start-ups les plus prolifiques, avec plus de 180 acquisitions à son actif. Une typologie de ces acquisitions a ses limites, mais on peut déceler trois types d'acquisition principaux : la recherche de talents (Google aurait embauché 221 fondateurs de start-ups acquises entre 2006 et 2014), la recherche de technologies complémentaires au *core business*, et enfin des investissements stratégiques dans l'avenir de la technologie (notamment dans l'Internet des objets avec Nest et la robotique avec Boston Robotics, depuis revendue). Plus de 60% des acquisitions de Google sont basées en Californie.
- **Facebook** : Les acquisitions sont avant tout un moyen pour Facebook de forcer le retour d'utilisateurs des réseaux sociaux qui ont quitté sa plateforme pour une plateforme concurrente (Instagram et Whatsapp ont été acquises, mais pas Twitter). Cette stratégie conduit Facebook vers des acquisitions aux tickets plus élevés que la moyenne, comme celle de WhatsApp pour 22b\$. Certains considèrent que la motivation première de la stratégie M&A de Facebook, contrairement à celle de Google, serait la peur.
- **Microsoft** : La société a été presque aussi active en termes d'acquisitions que Google ces dernières années mais semble manquer d'une vision stratégique dans lesquelles les inscrire, selon certains observateurs. On observe cependant une tendance à de forts investissements dans deux domaines clés depuis la nomination de Satya Nadella au poste de Directeur Général : le *big data analytics* et la cyber-sécurité, avec l'acquisition de deux sociétés israéliennes spécialisées dans le secteur au cours de l'année 2016.
- **Oracle et SAP** : Les deux entreprises ont effectué de nombreuses acquisitions par le passé, mais devraient en effectuer davantage pour les accompagner dans leur migration vers des logiciels en SaaS (*Software as a Service*) ou dans le *cloud*, qui deviennent de plus en plus répandus aujourd'hui. Les deux entreprises investissent dans des entreprises matures, avec des flux de revenus stables et un potentiel démontré. Elles diffèrent notamment dans leur mode d'intégration : SAP a plus tendance à intégrer la nouvelle offre à ses offres existantes pour élargir sa gamme de produits.
- **Apple** : La firme de Mountain View utilise comparativement peu les acquisitions. Cependant, il lui arrive d'acheter des technologies, complémentaires au *core business* et qui y sont rapidement intégrées. C'est notamment le cas de l'outil de reconnaissance vocale Siri, acheté en 2010 et intégré aux versions suivantes de l'iPhone, ou de la société de musique Beats rachetée 3b\$ en 2014, dans le cadre de son offre Apple Music ou de sa nouvelle enceinte dévoilée en 2017, le HomePod.
- **IBM** : De plus en plus contestée sur son métier historique du hardware et du software, la société se retrouve dans un cas similaire à celui de Microsoft. Elle a récemment décidé d'augmenter ses investissements dans des domaines d'avenir comme la sécurité, ou la voiture autonome avec le rachat de l'israélien Mobileye en 2017.
- **Salesforce** : Surnommé le « roi du SaaS », la stratégie de cette entreprise se rapproche de celle d'Apple dans la mesure où elle est sélective dans ses acquisitions et recherche en priorité des produits qui pourraient être intégrés rapidement dans son offre existante.

Source :

The M&A strategies of 10 tech giants ; A founder's guide to selling your start-up, Tech Republic
<http://www.techrepublic.com/article/the-m-a-strategies-of-the-top-10-tech-companies/>

d. L'acquisition de start-ups par des start-ups / scale-ups

Les acquisitions de start-ups par d'autres start-ups sont numériquement les plus importantes dans notre base de données. Elles peuvent intervenir à différentes étapes du processus de développement d'une start-up, de l'état embryonnaire de développement d'une solution technologique ou opérationnelle, à une société structurée, ayant des positions solides sur son marché.

i. Construction du produit

Les consolidations entre start-ups ont lieu dès les plus jeunes étapes de développement d'une start-up, notamment dans une optique de regroupement de deux solutions complémentaires qui, ensemble, permettront de proposer un produit plus complet. Le rachat d'une start-up est alors un des moyens de construction du produit, et d'accélérer la croissance de l'entreprise.

De manière contre-intuitive, il peut aussi être un moyen de financer la construction du produit. En effet, Philippe Herbert, Associé-Gérant chez Kreaxi Ventures, expliquait que les banques étaient plus à même d'effectuer un prêt à une start-up lorsque celui-ci est adossé à une acquisition. Là aussi, les marges de manœuvre financières que peut apporter une acquisition est un moyen d'accélérer la croissance de la start-up.

Les motifs clés sont alors principalement la technologie de la start-up, ainsi que son équipe. Très souvent, ces acquisitions vont donner lieu à une intégration des équipes pour assurer la fusion des solutions technologiques des deux sociétés et faire grandir le nouvel ensemble.

D'après notre base de données, ce rationnel d'acquisition est le moins courant lors des M&A entre start-ups. En effet, il n'explique que 8 opérations sur les 36 que nous avons recensées, soit 22% d'entre elles. On peut citer, à titre d'exemple :

- Les actifs technologiques de Tok Tok Tok – son algorithme de *dispatch* notamment – acquis par Allo Resto (filiale de Just Eat) permettent de se distinguer de Deliveroo et Uber Eats : il s'agit d'intermédiation entre restaurants et consommateurs mais sans prise en charge de la partie livraison. Cette acquisition sert de point de levier pour la réponse concurrentielle de Just Eat.
- Le rachat de Kawa par JaiunGrain, dans le secteur du café : l'un propose des cafés d'expert torréfiés tandis que l'autre propose l'installation et l'entretien des machines à café en entreprise.
- La cession de WeCook à Alantaya : WeCook est le leader français de l'aide à l'organisation de repas, tandis qu'Antalya est une plateforme qui suggère des repas en fonction des contraintes de santé de ses membres.

ii. Les *business models* de plateforme : effets de réseau et équilibrage de l'offre et de la demande

Les fusions et acquisitions sont particulièrement courantes pour un certain type de start-ups, celles ayant adopté un business model de plateforme.

Là où la plupart des entreprises traditionnelles, y compris la plupart des start-ups, vendent un produit à un client, donc produisent elles-mêmes une offre pour satisfaire la demande qu'elles génèrent, une plateforme limite son rôle à celui de la mise en relation entre une offre indépendante et une demande. Un exemple typique est celui de Uber, qui se définit comme une société de mise en relation entre chauffeurs et passagers, et non comme une société de transport, productrice de mobilité grâce à ses ressources propres.

Les business model de plateforme se caractérisent par un fort *network effect* : un utilisateur additionnel du côté de la demande ajoute de la valeur à la plateforme pour chaque utilisateur

côté offre ; inversement, chaque utilisateur côté offre ajoute de la valeur à la plateforme côté demande. Chaque utilisateur voit la probabilité de trouver satisfaction à son besoin augmenter. Dès lors, les *business models* de plateforme, notamment le VTC, sont très sensibles à l'argumentaire du *winner-takes-all* ; les effets de réseau sont tellement puissants qu'aucun acteur ne peut proposer une plateforme aussi efficace que celle de l'acteur dominant. La taille devient alors la condition de survie de l'entreprise. Sur un marché mature, construire un nouvel acteur relève de l'impossible ; dès lors, sur un marché naissant, l'impératif est de grandir plus vite que ses concurrents.

Lors de la phase d'hyper-croissance et de construction des parts de marché sur la scène nationale, les fusions entre plateformes concurrentes ont souvent lieu à des étapes de développement très précoces.

Ce rationnel de fusion est de loin le plus fréquent dans notre base de données, avec 47% des transactions (17 sur 36). On voit également que certains *serial-acquirers* sont des forces de consolidation de leurs marchés et mènent plusieurs acquisitions en succession rapide. Les opérations suivantes constituent des exemples de ce type d'acquisition :

- Rachat de Webcrowd par talent.io pour devenir le leader du marché du recrutement de développeurs informatiques sur Internet (business model de plateforme),
- Dans le domaine des coach sportifs à domicile (business model de plateforme), rachat de BeMyCoach et de Spearit par TrainMe et rachat de GoForRun par jogg.in dans le secteur de l'organisation de séances de sport en commun (business model de plateforme),
- Rachat de Sharette par Citygoo dans le domaine du covoiturage urbain (business model de plateforme),
- Sur le marché de la location de voitures entre particuliers, rachat de TripnDrive, en redressement judiciaire, par Travel Car, suite au rachat par ce dernier de Carnomise en 2015,
- Foodette se bat pour être un des leaders du marché de la *foodtech* face aux modèles Deliveroo et Frichti, en consolidant tout son secteur de livraison de paniers repas pour la semaine. L'entreprise a fait l'acquisition de 4Jours4Dîners, L'Epicier Toqué et Les Popottes en l'espace de quelques mois. Ses concurrents PopChef et QuiToque ont réagi en rachetant respectivement HappyMiam et FarmTruck,
- Acquisition de Visio4people et de Kskills par EasyRecrue, dans le domaine de l'entretien RH en vidéo.

iii. Expansion internationale

Dans une optique de gain de temps et d'expansion rapide, conjuguée à une plus faible expertise des marchés locaux, l'acquisition d'une autre start-up est, comme dans le M&A traditionnel, l'un des rationnels d'acquisition les plus courants dans le monde des start-ups.

Dans ce cas de figure, les sociétés acquéreuses et cibles sont souvent à un stade de développement plus avancé que dans les rationnels précédents, étant donné qu'elles doivent être capables de servir de plateforme de développement de manière extrêmement rapide.

Ce rationnel d'acquisition est également très courant ; il représente 11 acquisitions sur 36 dans notre base de données (31%). En voici quelques exemples :

- Dans le secteur de la location de maison entre particuliers, rachat par le français HomeForHome de son concurrent espagnol GuestToGuest, d'un concurrent américain HomeExchange, de son concurrent anglais Itamos (2013) en plus du rachat de son concurrent français Trampolinn en 2016,
- Rachat de la start-up française Breaz par le géant américain Hired pour se lancer sur le marché français du recrutement par Internet, alors que talent.io rachète son concurrent italien GO Digital Recruitment,

- Rachat de Zensoon, spécialiste français de la réservation en ligne de séances de beauté, par le leader européen d'origine anglaise Wahanda, ce qui lui donnera les moyens de triompher de son concurrent français Balinée,
- Développement en Italie de ShowroomPrivé avec l'acquisition de Saldi Privati.

iv. Quel bilan pour les consolidations de start-ups ?

Les consolidations de start-ups nous semblent contre-intuitives au départ, dans la mesure où on se demande pourquoi une société immature, en déséquilibre permanent et en manque de ressources financières chercherait à se renforcer en absorbant une société tout autant en déséquilibre. Finalement, on se rend compte qu'elles sont nécessaires dans la course à la taille que se livrent les start-ups concurrentes, surtout dans le cadre de *business models* bénéficiant d'effets de réseaux très forts : elles constituent le moyen le plus rapide de grandir. Par conséquent, elles représentent le type d'acquisition le plus fréquent dans notre base de données, comparées aux acquisitions par les grands groupes et par les *tech giants*. Il est vrai cependant que les start-ups sujettes aux consolidations entre start-ups sont à un stade de maturité et ont un profil bien distinct des start-ups susceptibles d'être acquises par ces grandes entreprises.

Selon Philippe Herbert, Associé-Gérant chez Kreaxi Ventures, les consolidations entre start-ups sont nécessaires en Europe du fait du grand nombre de marchés nationaux et de la petite taille de chacun d'entre eux. Aux Etats-Unis, les start-ups disposent d'un marché national de 300 millions de personnes. Il encourage donc ses start-ups en portefeuille à mener des acquisitions, et leur conseille une croissance reposant pour moitié sur la croissance internet et pour moitié sur la croissance externe. Dans un cours donné à HEC, « Inside Venture Capital », Philippe Herbert avance même qu'elles créent de la valeur dans 77% des cas.

Sa thèse d'investissement est également confortée par l'agilité qu'il trouve que les acquisitions donnent à une start-up, étant donné qu'elles deviennent habituées à intégrer de nouvelles personnes dans leurs équipes, venant d'horizons et parfois de cultures différents. Enfin, les banques sont selon lui plus à même de financer une start-up par la dette en s'appuyant sur une acquisition que sur des projets de croissance interne.

Il ne faut cependant pas négliger les dangers que peuvent représenter une acquisition malvenue pour une start-up. Elle peut grandement contribuer à la faillite de l'acquéreur. Une acquisition ratée a été une des raisons principales de la mise en redressement judiciaire et de la liquidation de MenInvest, maison mère de Menlook, en mai 2017.

« [Alors que] le chiffre d'affaires est en progression de 50% sur 2016, la rentabilité, elle, n'est pas au rendez-vous. « Les comptes sont catastrophiques », avance [une] source. L'une des raisons du « chaos » ? Le rachat de Frontlineshop en Allemagne qui a créé un « véritable chamboulement économique », selon Marc Ménasé, « dans un contexte où Menlook a connu plus de 50% de croissance en 2016 », précise-t-il. Alors que les deux géants se sont rapprochés en 2015, pensant faire des économies d'échelle, rien ne se passe comme prévu et les licenciements pleuvent. « Le rachat en Allemagne a été une erreur majeure »⁴¹

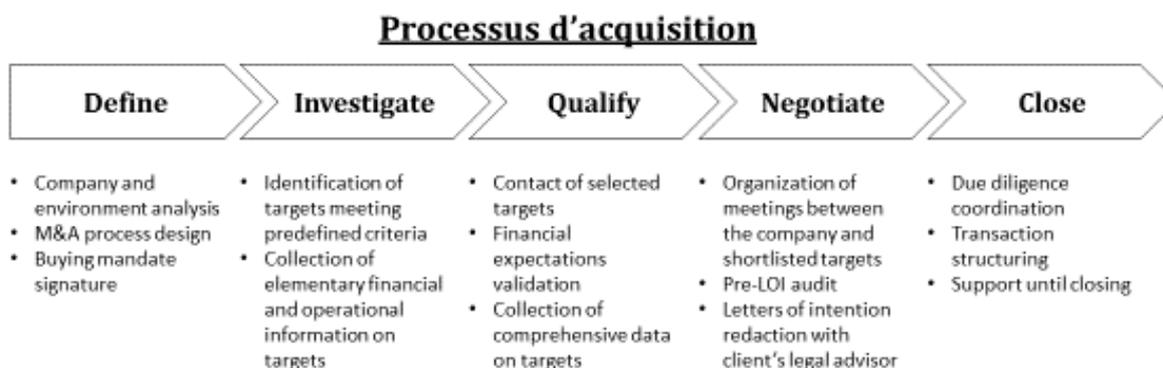
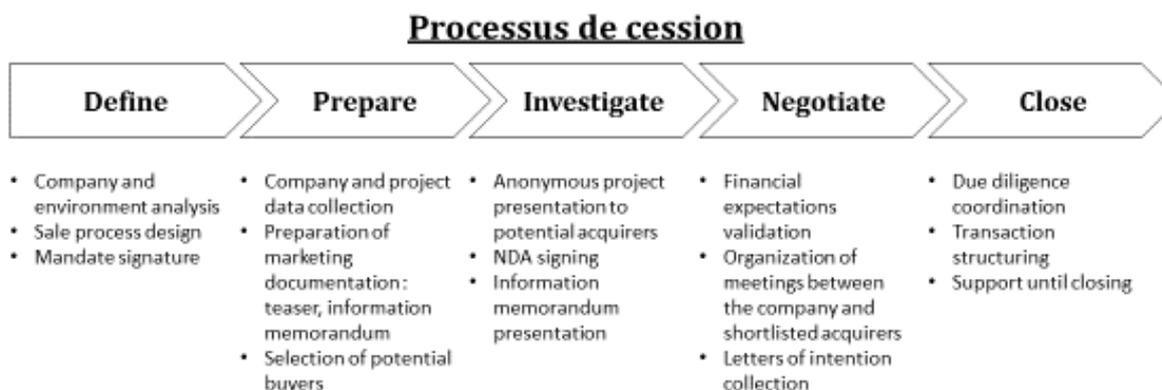
Au global, avec ou sans croissance externe, les exemples de Save et de MenInvest illustrent que l'enjeu pour les start-ups est plus de maîtriser sa croissance, en adaptant ses pratiques de gestion à sa taille nouvelle, que de se poser la question du mode de croissance.

⁴¹ En redressement judiciaire, Menlook a un mois pour trouver un repreneur, Maddyneess
<https://www.maddyneess.com/business/2017/03/02/menlook-redressement-judiciaire/>

IV. Les spécificités du processus M&A pour les start-ups

1. Un processus similaire au M&A traditionnel dans ses grandes lignes

Toutes les boutiques que nous avons rencontrées nous ont affirmé la même chose : les grandes étapes d'un processus de fusion-acquisition d'une start-up restent fondamentalement les mêmes que pour une entreprise établie. A titre d'exemple, voici les étapes décrites par eCap Partners⁴².



Ces deux processus de M&A start-up nous semblent effectivement très semblables à ceux que l'on pourrait observer pour des opérations de M&A traditionnel.

2. Définition de la start-up et implications dans le cadre d'un processus M&A

Certains éléments centraux de la définition d'une start-up impactent sensiblement le déroulement d'une opération M&A.

a. L'application des méthodes issues du M&A traditionnel rendue difficile par des états financiers peu exploitables et la faiblesse des outils de reporting

Les start-ups, par définition, ont une histoire courte, et donc un historique opérationnel et financier limité. De plus, cet historique, s'il existe, peut être fait de variations importantes, d'une

⁴² A la vente : <http://www.ecap-partner.com/company-sale/>
A l'achat : <http://www.ecap-partner.com/external-growth/>

part en raison de la forte croissance qui caractérise une start-up, d'autre part à cause des nombreuses difficultés que la start-up peut rencontrer dans ses premières années. La situation financière d'une start-up à un instant t est donc par définition instable, et toute projection est trop sensible aux hypothèses retenues (croissance du chiffre d'affaires, marges, évolution du marché, etc.) pour être d'une grande fiabilité. Il est dès lors plus compliqué d'extrapoler l'état futur d'une start-up à partir de son passé récent ou de ses projections qu'il ne l'est dans les *business plans* du M&A traditionnel. Qui plus est, la trajectoire d'une start-up est rarement linéaire, étant donné qu'elle est par définition en phase d'expérimentation de son modèle économique et peut être amenée à infléchir ce dernier à plusieurs reprises.

De surcroît, comme la croissance et la fragilité financière sont des caractéristiques presque inhérentes à la start-up, ses états financiers sont rarement positifs dans ses premières années. Dès lors, l'utilisation des multiples classiques du M&A traditionnel est rendue compliquée par un EBITDA, un EBIT ou un résultat négatif ou infinitésimal dans le meilleur des cas.

Enfin, les outils de reporting opérationnels et financiers sont en général moins développés dans les start-ups que dans des entreprises matures. Beaucoup de start-ups sont concentrées sur la croissance, et dévouent moins d'attention à l'analyse de leurs revenus et au suivi de leurs coûts. La société Save, start-up gérant des boutiques spécialisées dans la réparation de *smartphones* et localisés dans les centres commerciaux, illustre cette absence de reporting chez certaines sociétés⁴³ :

« On n'avait pas maîtrisé notre croissance [...] On avait un mauvais contrôle de nos achats, la finance était approximative, notre gestion des stocks était brinquebalante, les vols en corners ont pris une ampleur considérable, l'Allemagne et l'Espagne ont été un échec, nos relais de croissance n'ont pas vu le jour [...] On cramait trop d'argent, et on ne savait pas pourquoi »

Les KPI suivis en priorité par les start-ups sont des KPI de croissance, et non des KPI financiers qui sont à la base de l'analyse financière classique : coûts fixes, coûts variables, BFR, structure capitalistique, etc.⁴⁴ D'une part, les KPI que suivent les start-ups en priorité sont peut-être plus adaptées à leur activité, mais de l'autre elles peuvent les amener à négliger certaines pratiques de gestion saine, au nom d'une croissance toujours plus forte. Comme le précise Vincent Redrado, CEO de TheTops, société placée en redressement judiciaire puis rachetée par Menlook, elle-même placée en redressement judiciaire et liquidée⁴⁵,

« La chose la plus importante et qui semble commune à tous ces malheureux exemples [...] : en levant des fonds rapidement, on oublie la gestion en ne pensant qu'à la croissance, ce qui peut nous pousser à avoir des frais fixes trop élevés par rapport à notre volume d'affaire. Nous sommes trop focalisés sur : si je fais X% de croissance tous les mois, je pourrais relever des fonds etc. Mais le jour où cela bloque, où la croissance ralentit, où le BP n'est pas atteint, tout peut arriver très vite si on vous enlève la perfusion. Et parfois à juste titre. »

b. Le rachat de *business models* non stabilisés et disruptifs s'inscrit dans une logique contraire à celle du M&A traditionnel

Une start-up se caractérise par son business model en expérimentation et son ambition de révolutionner un marché. Ces deux traits essentiels sont des facteurs d'incertitude majeurs quant à l'évolution opérationnelle et financière d'une start-up. Ce niveau d'incertitude, conjugué

⁴³ Save, 2016, Damien Morien, CEO de Save
<https://medium.com/@damienmorin/save-2016-c2aff5d910ee>

⁴⁴ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p71

⁴⁵ *Ce n'est pas l'issue souhaitée, mais ce n'est pas la fin de TheTops ; Vincent Redrado*
<https://www.maddyness.com/entrepreneurs/2016/08/24/thetops/>

à un éventail des possibles quasiment infini, rend définitivement caduques toutes les méthodes de valorisation classiques, et complexifie les analyses financières. Une start-up est donc avant tout un pari très incertain sur l'avenir, qui peut très bien donner naissance à une licorne comme se terminer par un redressement judiciaire.

On comprend alors mieux pourquoi une start-up n'est pas acquise pour les mêmes raisons qu'une entreprise établie. Cette dernière est rachetée principalement pour ses positions existantes – chiffre d'affaires, marges, portefeuille de clients – ainsi que pour les synergies de revenus ou de coûts qu'elle pourrait apporter à travers une combinaison des activités de l'acquéreur et de la cible. Or, pour qu'elle réalise son potentiel, une start-up est souvent encouragée à poursuivre son développement en indépendance par rapport à l'acquéreur. Ce mode d'intégration est très courant chez les acquéreurs *corporates* et dans certains cas de figure chez les géants technologiques, bien qu'il le soit moins dans les acquisitions entre start-ups. Si on prend l'exemple de Leetchi, une des conditions posées par l'entrepreneur était l'indépendance du développement de la start-up. Quelques temps après son acquisition, certaines synergies commencent à être envisagées, comme la mutualisation des fonctions support chez Leetchi. Là où le rationnel d'acquisition dans le M&A traditionnel est souvent construit autour des synergies, le M&A start-up s'inscrit généralement à l'encontre de cette logique. On comprend ainsi que le paradigme du M&A traditionnel ne s'applique pas au M&A start-up lors d'un rachat par un *corporate*.

En revanche, une start-up est achetée pour son potentiel, certes mesuré en termes quantitatifs, avec des perspectives de croissance et de marge, mais aussi en termes qualitatifs, lorsque l'on évoque son potentiel de révolutionner un marché ou une chaîne de valeur. Là où on regarde le chiffre d'affaires et sa croissance dans une société mature, les indicateurs clés pour une start-up vont être son rythme de croissance et la taille totale de son marché. Là où l'attractivité d'un marché est mesurée par sa croissance et le taux de marge de la société cible dans le M&A traditionnel, l'attractivité d'un marché pour une start-up est principalement une fonction de son potentiel de disruption – comme les marchés du taxi, de l'hôtellerie ou de l'automobile l'ont été à leurs époques. Les caractéristiques d'attractivité d'une entreprise ou d'un marché se définissent différemment pour des entreprises établies par rapport à des entreprises immatures et disruptives comme les start-ups.

En conséquence et comme l'explique Ezra Roizen, les KPI que suivent les start-ups au jour le jour ne sont pas des indicateurs financiers, mais des indicateurs d'utilisation et de consommation : marge brute ou *Customer Lifetime Value* par exemple. Les start-ups insistent sur l'évolution de leur structure de coût en fonction de la taille critique qu'elles peuvent atteindre : leur potentiel de « scalabilité »⁴⁶. L'enjeu de la taille critique est plus fondamental encore pour une start-up que pour une entreprise traditionnelle, notamment du fait des services à coût variable quasi-nul et des *business models* de plateforme qui nourrissent l'idée du « winner-takes-all ».

c. L'équilibre instable de la start-up provoque des rapports de force exacerbés

Le M&A start-up présente une autre caractéristique particulière : les rapports de force entre acquéreurs et vendeurs y sont plus intenses et plus mouvants, selon Frédéric Iselin, ancien entrepreneur désormais Professeur à HEC Paris.

L'écosystème start-up est particulièrement sensible aux effets de mode, du fait de l'engouement qu'il génère au sein du public et de la sphère économique. Ainsi, les start-ups à succès, qualifiées de « *hot* » par les investisseurs, ont une abondance d'options de financement qui s'offrent à elles : de nombreux fonds sont prêts à participer à leur développement. Dès lors, une start-up dont l'activité se porte bien est souvent en position de force à l'entame des négociations : son besoin est généralement un besoin de financement, et elle dispose de nombreuses options pour y

⁴⁶ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p71

répondre – à la fois en levée de fonds et en cession. Ce rapport de force est encore plus fort dans les secteurs à la mode, comme peut l'être depuis le début de l'année 2017 le domaine des *fintechs*, notamment les sociétés de paiement, ou le domaine des *bots* – une des applications de l'intelligence artificielle, et comme pouvait l'être encore récemment le secteur de la *foodtech*.

Si la start-up est en position de force, c'est aussi parce que l'acquéreur se place en position de faiblesse. Comme évoqué précédemment, ce dernier, surtout lorsqu'il s'agit d'un *corporate*, est plutôt dans une logique de *hedging* stratégique que d'investissement financier. Dès lors que la start-up passe d'une valeur financière à une valeur stratégique aux yeux de l'acquéreur, elle est plus à même de dicter le calendrier et les termes de l'acquisition.

Le rapport de force, initialement fortement en faveur de la start-up, peut se dégrader rapidement du fait d'une caractéristiques essentielles de la start-up : elle brûle beaucoup de liquidités, et ses perspectives futures se dégradent donc de jour en jour si elle ne trouve pas de nouvelles sources de financement. Plus les négociations de rachat durent, et plus il est probable qu'elle se retrouve à la fin de son *runway* – c'est-à-dire le temps restant pendant lequel ses liquidités actuelles lui permettent de survivre au vu de son *burn rate*, c'est-à-dire son rythme de consommation de ses liquidités – et ainsi dos au mur, contrainte de déposer le bilan.

Ainsi, une négociation de M&A n'ayant pas aboutie peut causer la faillite d'une start-up : ce fut le cas par exemple de Take Eat Easy⁴⁷

« En Mars 2016, après avoir été rejetés par 114 fonds de Venture Capital, nous avons signé un term sheet avec un acteur français de la logistique détenu par l'Etat pour un investissement de 30m€. Malheureusement, après 3 mois de due diligence intense, leur Conseil d'Administration a refusé le deal et ils ont retiré leur proposition. Nous étions en train de négocier avec eux dans le cadre d'un accord d'exclusivité, nous n'avions pas de plan B, et nous n'avions plus que quelques semaines restantes de runway. Pour les 8 dernières semaines, nous avons désespérément essayé de trouver des solutions pour maintenir l'activité en vie. Nous avons travaillé sur des opérations de financement et de cession en parallèle, mais malheureusement aucun d'eux n'a abouti. Nous n'avons désormais plus de temps pour continuer nos opérations en business as usual, et sommes en train de nous placer en redressement judiciaire. »

C'est notamment pour tenter d'échapper à ce piège et rééquilibrer ce rapport de force qu'Ezra Roizen conseille aux start-ups de ne jamais s'engager dans des périodes d'exclusivité, et explique que leur pire ennemi est une *Term Sheet*. Il leur conseille d'avancer au maximum dans le process, quitte à partager de l'information, avant de signer le *term sheet*, et en aucun cas de signer un accord d'exclusivité. Comme l'illustre le cas de Take Eat Easy, les indemnités de *breakup fees* ne compenseront jamais la valeur du temps qui a été perdu lors de la période d'exclusivité.

d. Un actionnariat aux intérêts éclatés

Une dernière caractéristique du M&A dans les start-ups est l'actionnariat particulier qu'ont beaucoup d'entre elles. En effet, comme évoqué plus haut, les start-ups sont caractérisées par des valorisations très fluctuantes, et donc des actionnaires qui ont investi à différents niveaux de valorisation. Dès lors, pour une offre à un montant donné, les perspectives de rentabilité financière diffèrent plus largement d'un investisseur à l'autre que ce n'est généralement le cas dans le M&A traditionnel.

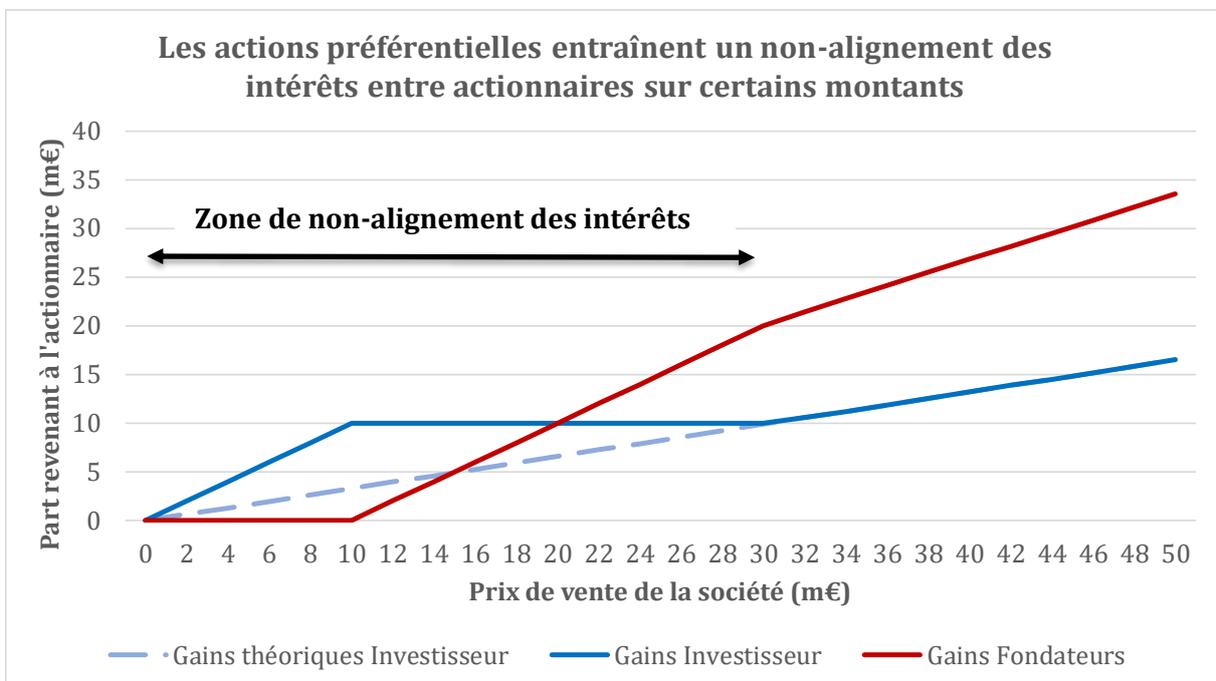
Cette disparité est exacerbée par les différentes clauses du pacte d'actionnaires, qui ont une influence sur le *waterfall* – c'est-à-dire la répartition des fruits de la vente entre les différents

⁴⁷ *From 0 to 1 000 000 to ?*, Adrien Roose, CEO de Take Eat Easy
<https://medium.com/@adrienroose/from-0-to-1-000-000-to-ecb4e2f863c7>

actionnaires. Par exemple, certains actionnaires auront des *preferred shares* ou des obligations convertibles. En étant plus protégés que les autres actionnaires, ils privilégieront un comportement *low risk, low reward* alors que les fondateurs adopteront le comportement inverse. A des montants de valorisation faibles, seul les investisseurs protégés ont un intérêt à vendre. A l'inverse, lorsque de telles clauses existent, les fondateurs sont obligés d'attendre une offre extrêmement élevée pour pouvoir en profiter financièrement.

« Un trait bien connu de l'industrie du Venture Capital aux Etats-Unis est leur utilisation quasi-uniforme des actions préférentielles convertibles comme leur véhicule d'investissement de choix lorsqu'il s'agit de financer de nouvelles entreprises »⁴⁸

Ainsi, prenons par exemple une situation simplifiée, avec un fondateur et un investisseur. L'investisseur a placé 10m€ dans la société pour 33% du capital, et il a négocié de pouvoir investir en actions préférentielles convertibles à 1 pour 1. On trouvera ci-dessous la répartition des gains entre les deux actionnaires en fonction du montant de la cession.



On note que, jusqu'à 10m€, l'entrepreneur ne touchera aucun des fruits de la cession. Jusqu'à ce niveau, chaque euro supplémentaire ira à l'investisseur. Au-delà des 10m€ et jusqu'à 30m€, chaque euro supplémentaire ira à l'entrepreneur. Pour le fonds, vendre à 10m€ ou à 30m€ est équivalent ; il privilégiera donc une stratégie à faible risque. A l'inverse, l'entrepreneur n'est pas rémunéré si la société ne vaut pas plus de 10m€ et a une rémunération asymétrique au-delà, donc est encouragé à un comportement *high risk, high reward*. On voit bien en quoi les différents niveaux de valorisation d'entrée et l'utilisation d'instruments financiers plus complexes que le *plain vanilla* peuvent très rapidement complexifier l'alignement des intérêts entre les différents actionnaires.

Dans les faits, il est rare que les investisseurs d'une start-up soient en désaccord et que la vente se fasse sans consensus.

⁴⁸ A founder's guide to unicorn creation; How liquidation preferences in M&A transactions affect start-up valuation, Robert P. Bartlett III, UC Berkeley

3. D'où des différences significatives lors de certaines étapes clés du processus

a. Réflexion stratégique et travail de préparation de la start-up à la vente

Une des découvertes de notre travail de recherche est que la vente d'une start-up s'effectue la plupart du temps dans la cadre d'une approche pragmatique de recherche de financements. Dans la plupart des cas que nous connaissons en détail, la vente de la start-up a eu lieu à l'issue d'un processus *dual track* de levée de fonds et de préparation à la vente en parallèle.

Les processus *dual track* peuvent l'être volontairement ou non. Ainsi, le cabinet Chausson Finance, qui est un spécialiste des levées de fonds et non des opérations de M&A start-up, est pourtant amené à accompagner certaines start-ups dans leurs processus de vente. C'est notamment le cas lorsqu'elles reçoivent des offres au cours de leur processus de levée de fonds. Selon Eyal Layin, Associé chez Chausson Finance, jusqu'à 50% des start-ups reçoivent des offres de rachat au cours de leur processus de levée de fonds.

Lorsque des entrepreneurs s'embarquent dans un processus de levée de fonds, ils s'apprêtent à s'engager sur un nouveau term sheet, avec des nouveaux investisseurs, des nouveaux objectifs financiers et surtout un engagement de rester un certain temps dans la société avant d'espérer pouvoir toucher une rémunération attractive. Cette période est donc propice aux questionnements et aux doutes, comme nous l'avons vu avec l'exemple de Charp plus haut.

Par ailleurs, l'immaturation économique de la start-up a des conséquences sur le traitement des dossiers par les banques d'affaires spécialisées en start-ups. Les start-ups ont souvent des processus de *reporting* qui sont encore en construction, et qui vont être requis pour produire les documents et les chiffres nécessaires à la vente. Surtout dans le cas des start-ups issues du domaine de la technologie, les équipes en place n'ont pas toujours la maîtrise du langage financier et une idée parfois imprécise de la valorisation de leur entreprise et de la logique sous-jacente.

Dès lors, la première particularité du processus M&A pour les start-ups est que celui-ci commence plus en amont que le M&A traditionnel, par un travail de structuration de la société et de ses processus internes, et par une réflexion sur le mode de financement le plus approprié (levée de fonds ou vente). Dès lors, les banques d'investissement spécialisées en start-ups doivent également pouvoir accompagner leurs clients sur ces étapes préliminaires.

b. Un sourcing spécifique des acquéreurs

Une fois qu'une start-up a pris la décision d'être ouverte aux opportunités de vente, il lui faut sélectionner et trouver des acheteurs potentiels. Pour cela, trois canaux principaux s'offrent à elle :

- Approcher directement ou être approchée directement par un acheteur,
- Avoir recours à une banque d'affaires – spécialisée ou non en start-ups,
- Utiliser les connexions de ses investisseurs, et notamment des fonds de *Venture Capital*, pour trouver des acheteurs potentiels.

L'approche directe, c'est-à-dire des contacts qui sont tissés entre deux parties sans passer par l'intermédiaire d'une banque d'affaires ou d'investisseurs, est la méthode la plus répandue dans l'univers des start-ups. Jean-Marc Patouillaud estime qu'environ 40% des opérations passent par ce canal. Il est ainsi extrêmement courant qu'une start-up soit rachetée par une entreprise avec laquelle elle avait déjà un partenariat, commercial, technologique ou financier par exemple. Ainsi, lors du rachat de Leetchi par le Crédit Mutuel Arkéa (CMA), le Directeur Général de CMA, Ronan Le Moal, siégeait déjà au Conseil d'Administration de Leetchi depuis 2012, et CMA était déjà un partenaire technique de Leetchi pour l'exécution des paiements. De même, le rachat de

Stuart par La Poste a couronné une collaboration antérieure, puisque La Poste était déjà actionnaire de Stuart depuis 2016. D'après notre base de données, au moins 15% des acquisitions se font au terme d'une collaboration financière ou opérationnelle préalable – le taux réel est probablement plus élevé de l'absence d'informations dans de nombreux cas. L'acquisition de start-ups avec lesquelles une collaboration existe déjà permet de mitiger le risque inhérent au rachat d'une société économiquement immature. Du point de vue des acquéreurs, ces partenariats et investissements comme le Corporate Venture sont assimilables à une « due diligence grandeur nature », plus adaptée à la nature de la start-up que ne le sont les due diligence classiques, issues des processus du M&A traditionnel.

Dans la grande majorité des cas lorsque c'est l'acheteur qui a initié les contacts avec le vendeur, il ne fait pas recours à une banque d'affaires côté *buy-side*. En effet, l'industrie du M&A start-up est essentiellement une industrie du *sell-side* et non du *buy-side*. Les *corporates* et les géants technologiques traitent souvent ces dossiers d'acquisition en interne, au niveau de leurs Direction Financière, Direction Stratégique ou Direction M&A. Les start-ups acheteuses effectuent majoritairement des approches directes, bien qu'elles puissent faire ensuite appel à une boutique M&A pour gérer le processus ainsi enclenché.

Une start-up peut également mandater une banque d'affaires – généralement spécialisée en start-ups – pour sélectionner et contacter les acheteurs potentiels, puis gérer le processus d'acquisition. Ces banques d'affaires ont donc un rôle proéminent dans la mise en relation des vendeurs et des acheteurs de start-ups. Selon les chiffres que nous a donnés Jean-Marc Patouillaud, elles sont à l'origine du sourcing de l'acquéreur dans environ 40% des opérations.

Pitcher une start-up à un partenaire stratégique : la méthode Roizen (MBP, p.35)

Selon Ezra Roizen, le récit à présenter à un Partenaire Stratégique Potentiel (PSP) diffère de ceux auxquels sont habituées les start-ups : la vision qu'elles partagent avec leurs investisseurs potentiels, et celle qu'elles partagent avec leurs clients potentiels. Dans chacun de ces cas, la vision partagée se caractérise par sa complétude : la start-up apporte une solution complète, définitive, idéale, à un problème majeur, et l'opportunité d'investissement qu'elle représente est unique. Ces deux types de présentations sont par ailleurs centrés sur le produit et le besoin auquel il répond.

En revanche, la vision à partager avec un partenaire stratégique potentiel se caractérise par son incomplétude. « Les acquisitions de start-up sont drivées par une grande idée. Une idée si grande et si puissante que le Partenaire Stratégique Potentiel pense que la seule manière dont elle puisse se réaliser est à travers l'acquisition de la start-up ». Présenter une vision trop arrêtée au PSP risque d'entraîner un manque d'alignement sur un point de détail. Il faudrait selon lui laisser le Partenaire Stratégique Potentiel déterminer à quel endroit de leur plan la start-up s'insère le mieux. « Vous acquérir leur fera avancer sur leur chemin, mais ne les emmènera pas jusqu'à leur destination. Vous êtes un moyen à leur fin ».

L'acquisition de start-up se joue sur deux émotions : poussée par l'ambition de la transformation, et tirée par la peur due à la rareté de la start-up et de ses compétences.

Pour se faire, l'acquisition doit, selon Roizen, valider trois critères :

- Un sponsor produit : un manager plutôt opérationnel qui est convaincu de la valeur ajoutée de la start-up dans le portefeuille produit de l'acquéreur,
- L'assentiment des départements M&A et Juridique : ils n'ont souvent pas le pouvoir de valider un deal mais peuvent le bloquer ou le retarder,
- Un sponsor top management, qui voit en quoi l'acquisition de la start-up sera transformationnelle pour l'entreprise, malgré le risque qu'elle représente.

Enfin, un canal plus récurrent chez les start-ups que dans le M&A traditionnel est l'utilisation du réseau des investisseurs pour trouver des acheteurs. Jean-Marc Patouillaud estime la part de cette approche à environ 20% des transactions dans l'univers des start-ups. En effet, outre leur apport financier, les fonds de Venture Capital représentent également pour les start-ups une aide à la décision dans le management de leur entreprise et un épais carnet d'adresses, leur permettant d'obtenir des conseils, de forger des partenariats commerciaux ou de trouver des opportunités d'achat et de vente.

D'après Ezra Roizen (p 93), la difficulté de l'approche directe est de trouver la bonne personne à laquelle présenter son concept. Souvent, le point d'entrée idéal d'après lui est le manager en charge de la stratégie des produits concurrents de celui de la start-up. C'est en effet lui qui a la meilleure connaissance du marché et de la valeur ajoutée que peut présenter la start-up. Cela peut être une des difficultés pour une banque d'affaires traditionnelle, et donc une des spécificités du M&A start-up. En effet, s'adresser au Directeur M&A d'une grande entreprise n'est pas le plus pertinent. Passer par une filiale développant un produit concurrent ou complémentaire et trouver par ce biais un sponsor interne peut se révéler bien plus productif.

Comment annoncer directement à ses acheteurs potentiels que l'on est à vendre ? La méthode Bricool

A la recherche d'un repreneur malgré des indicateurs au vert, la société Bricool a tout simplement envoyé un mail à ses concurrents, leur indiquant que la start-up était à vendre et les invitant à se manifester. Bricool a finalement été racheté par son concurrent EnJo.

Bonjour,

Emilie et moi-même avons lancé www.bricool.co il y a maintenant un an. Bricool ça vous parle ?

Si ce n'est pas le cas, voici un topo :

- 2000 demandes de devis
- 542 prestations réalisées (du petit bricolage à la rénovation complète de logements)
- un taux de rétention de 22%
- un repeat de 2 à 5 / client
- un volume d'affaires total de 247 000€
- un panier moyen de 450€
- une base de 75 bricoleurs avec statuts différenciés (« Superstar » / « Confirmé » / « A l'essai ») et plus de 110 candidatures reçues récemment (suite à passage TV) à contacter
- 28 000 visiteurs uniques depuis le 1er octobre 2015
- un nombre de visites en forte croissance ces dernières semaines => 1000 visites la semaine du 5 septembre 2016

Enfin, une notoriété croissante de la marque BRICOOL qui bénéficie d'un fort bouche à oreille :

- 50% du trafic est aujourd'hui organique
- Facebook : 1880 likes et une moyenne de 4,9/5 sur les 50 reviews postées
- Twitter : plus 4700 followers
- Une actu médiatique chaude : un passage de 6 min sur ITélé dans l'hebdo de l'éco le 1er juillet 2016, un article Maddynews le 20 juillet 2016 « Le top 8 des startups qui vous facilitent le quotidien », un reportage sur Télématin le 30 août 2016...
- Une action de growth-hacking « *Mon beau bricoleur* » devenue un cas d'école et qui a donné le ton de la marque Bricool et permis de constituer une fanbase
- Cerise sur le gâteau, des partenariats récurrents !

Allons droit au but : BRICOOL EST VENDRE. Si vous êtes intéressé, contactez-nous rapidement, d'ici la fin de semaine ! Nous prévoyons deux RDV/offre (pas plus) avant cessation d'activité.

Merci de votre attention,

Emilie & Candice
Fondatrices de Bricool

Source : *Comment on a vendu notre start-up en un an*, Candice Gasperini, fondatrice de Bricool
<https://medium.com/subscribe/comment-on-a-vendu-notre-start-up-en-1-an-bc981c6e4cef>

c. Les négociations : Valorisation et structuration

Pour les start-ups encore plus que dans le M&A traditionnel, les questions de la valorisation et celle de la structuration financière, juridique et opérationnelle sont indissociables.

i. La question de la valorisation

La valorisation des start-ups est un thème qui suscite depuis quelques années un grand intérêt dans les milieux professionnels et académiques⁴⁹. Nous abordons ici ce thème sous l'angle de la négociation dans un processus M&A : quels sont les arguments avancés pour justifier d'une valorisation X, et quels sont les arguments qui leurs sont opposés pour justifier d'une valorisation X - Y = Z ? Pour un résumé des principales techniques de valorisation de start-up, nous vous conseillons cet article Medium⁵⁰

⁴⁹ *Valuing young, start-up and growth companies: Estimation issues and valuation challenges*, Aswath Damodaran, New York University, May 2009

⁵⁰ *Comment valoriser une start-up? 9 méthodes expliquées*

Dans les faits, de nombreuses méthodes de valorisation semblent être utilisées, qui dépendent du profil du vendeur mais aussi de celui de l'acheteur. Au global, ces méthodes nous semblent plus inspirées du monde de la levée de fonds que de celui du M&A traditionnel. Les similitudes concernent à la fois les méthodes intrinsèques de valorisation et les méthodes externes de valorisation, notamment du fait que les mondes de la levée de fonds et du M&A pour les start-ups partagent souvent les mêmes intermédiaires.

Les méthodes intrinsèques de valorisation

Dans le monde de la levée de fonds, la valorisation est plus l'aboutissement d'une discussion que son point de départ. En effet, là où il est tout de suite question de valorisation dans le M&A traditionnel, la valorisation d'une société en levée de fonds est la conséquence de plusieurs paramètres :

- Le besoin de cash de la société,
- Les parts dans la société que les fondateurs et actionnaires existants sont prêts à céder,
- Les clauses que les fondateurs et actionnaires existants sont prêts à accepter.

Si on se limite aux deux premiers facteurs, on retrouve bien l'équation issue du monde de la levée de fonds : $(\text{besoin de cash}) / (\% \text{ de la société cédée}) = \text{valorisation}$.

Une fois la valorisation déterminée par l'entrepreneur, les investisseurs s'y adaptent en ajustant le niveau de protection qu'ils souhaitent obtenir grâce aux différentes clauses qu'ils peuvent insérer au pacte d'actionnaires (*ratchet, double dip, ...*).

Cette méthode intrinsèque, très répandue dans le monde de la levée de fonds, trouve en revanche ses limites lorsqu'elle est appliquée au monde des fusions-acquisitions. En effet, ses paramètres essentiels, que sont le besoin en cash et les parts dans la société que l'entrepreneur est prêt à céder, sont moins pertinents. D'une part, l'entrepreneur est vendeur et est donc potentiellement prêt à céder l'intégralité de l'entreprise. De l'autre, il n'est pas tant question de déterminer un montant - objectif - dont la société a besoin pour se développer au cours des X prochains mois, mais le montant de cession de l'entreprise, et donc de sa valeur. Ainsi, la *VC method* appliquée au M&A n'apporte pas toujours de réponse.

En revanche, on retient de ce monde de la levée de fonds l'extrême importance des clauses et conditions particulières, qui rendent le montant annoncé lors d'une opération beaucoup moins pertinent que dans le M&A traditionnel. Là où le montant d'une transaction se définit par la valorisation et la part respective payée en cash et en actions, la valeur réelle d'une transaction pour les start-ups dépend de beaucoup plus de facteurs, que l'on pourrait assimiler à de nombreux sous-contrats :

- Un contrat de rémunération variable, qui peut prendre la forme soit d'actions, avec une part du capital achetée inférieure à 100%, soit d'un *earn-out*,
- Un contrat de travail, pour régir l'implication future de l'entrepreneur dans la nouvelle structure, ainsi que celle de ses équipes, à travers des niveaux de rémunération plus ou moins attractif,
- Un pacte d'actionnaires, pour définir les droits des actionnaires historiques restant dans le capital de la nouvelle structure, désormais minoritaires, ainsi que ses règles de gouvernance,
- Un pacte opérationnel, qui définit les modalités de coopération opérationnelle entre l'entreprise acheteuse et l'entreprise vendeuse.

L'importance particulière de ces problématiques dans le M&A start-up est notamment due au rôle clé que jouera l'entrepreneur dans le succès de sa start-up, même après le rachat (penser Magic Box Paradigm), ainsi qu'à l'attachement qu'il a pour elle et pour son développement.

Des méthodes externes communes entre la levée de fonds et le M&A start-up

Tout comme le M&A traditionnel, la valorisation de start-ups s'appuie également sur l'utilisation de multiples avec des sociétés comparables. Ils diffèrent cependant des multiples utilisés dans le M&A traditionnel, du fait de la différence des états financiers entre les deux types de sociétés.

Les multiples les plus utilisés dans le M&A traditionnel sont souvent des multiples financiers : multiple d'EBITDA ou P/E ratio, c'est-à-dire un multiple de résultat. Cependant, une start-up a très souvent un résultat d'exploitation (EBIT), voire même un EBITDA, négatif, qui ne peuvent donc pas toujours être employés.

Les multiples spécifiques à l'univers des start-ups

L'enjeu pour les start-ups est donc d'utiliser des multiples de valorisation qui soient appropriés à leur activité mais qui gardent prise avec la réalité économique et n'alimentent pas des bulles spéculatives. L'éclatement de la bulle Internet en 2001 a sonné le glas des multiples à la mode de l'époque, par exemple les multiples de clics ou les multiples d'utilisateurs. L'utilisation des différents multiples varie ainsi en fonction des cycles économiques et des phénomènes de mode. Le danger de perte de prise avec la réalité économique est représenté aujourd'hui par les multiples de Chiffre d'Affaires, ou par les comparables avec les transactions récentes : le premier ne tient aucun compte de la rentabilité de l'entreprise tandis que le second favorise la construction d'une bulle avec des prophéties de valorisation auto-réalisatrices.

D'autres multiples plus spécifiques sont parfois utilisés, en fonction des rationnels d'acquisition sous-jacents. Par exemple, lorsque la motivation principale du rachat d'une start-up est l'équipe, il n'était pas rare aux Etats-Unis d'utiliser des multiples de masse salariale, voire des multiples du nombre de développeurs. Ainsi, lorsque Google procédait à des *acqui-hire* au cours des dernières années, les rumeurs faisaient état d'un multiple entre 1m\$ et 2m\$ par développeur⁵¹.

Le business model le plus balisé financièrement est celui du SaaS – Software as a Service. Ces entreprises mettent à disposition des logiciels hébergés sur Internet – dans le cloud – avec des formules d'abonnement plutôt que de coût d'installation et de licence. Du fait de l'importance des abonnements, ce business model s'appuie sur 3 leviers clés sur lesquels s'appuie la valorisation de l'entreprise :

- Le taux de rotation de la clientèle (*Churn rate*),
- Le taux de passage aux offres supérieures de la clientèle (*Up-sell rate*),
- Le taux de croissance de la base utilisateurs (*Customer base growth rate*).

Ce business model présente un niveau de risque relativement homogène d'une industrie à l'autre et permet donc de comparer les multiples de MRR (*Monthly Recurring Revenue*) d'une transaction à une autre.

Il y a une tendance à la normalisation des multiples utilisés, surtout sous l'impulsion des grands leviers de fonds qui doivent, pour faire croître leur activité, effectuer des valorisations en grand nombre. Par exemple, Avolta Partners en France propose de segmenter l'univers des start-ups par industrie et par business model. En effet, les *business models* les plus courants dans le monde des start-ups sont assez peu nombreux et assez balisés. Dès lors, adapter sa méthode de valorisation au business model de la start-up permet de se focaliser sur les leviers de création de valeur propres à chaque business model, et de trouver un éventail plus large de comparables.

⁵¹ *The end of the Acqui-Hire ; Silicon Valley's start-up severance package falls out of favour*, CB Insights
<https://www.cbinsights.com/blog/acquihire/>

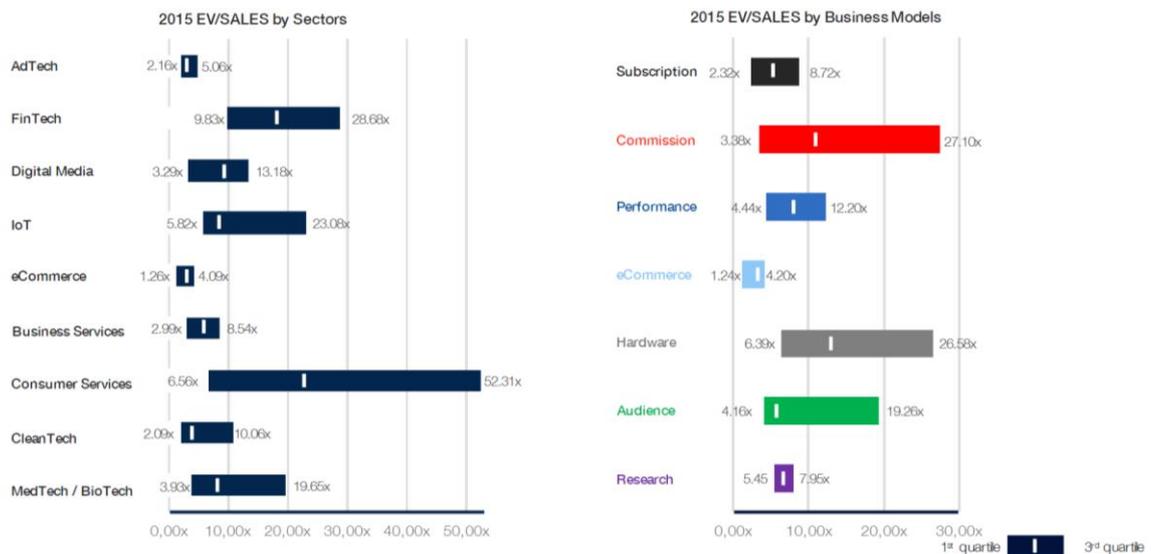
Dans la matrice proposée par Avolta Partners ci-dessous⁵², l'univers start-up est décomposé en 9 secteurs et 9 *business models* (*Subscription, Commission, Performance, eCommerce, Hardware, Audience, Research*).

Transaction Multiples

Tech valuation snapshot

A splash of rational in the world of startup valuation.

At first sight, startup valuation seems to depend on both quantified and unquantified variables. Global momentum, market reaction, VCs' predictions and policies or management team profiles are all influencing startup perceived value. Getting a fair and objective view on the valuation of a business might be a tricky task. But we did try to bring some rational into it and we strongly believe that each sector and revenue generating model reveals its own trend. Here's a snapshot of our study.



On dit souvent que, dans le M&A traditionnel, le vendeur défend son business plan mais raisonne en multiples, alors que l'acheteur défend des multiples mais raisonne avec son business plan. Ezra Roizen⁵³ conseille de prendre le raisonnement inverse, en utilisant les multiples principalement pour défendre le prix initial : « Plutôt qu'une lance pour chasser un prix, les multiples sont plus efficaces lorsqu'ils sont utilisés comme un bouclier pour défendre un prix que l'on a déjà déterminé ».

Autres remarques sur les négociations de valorisation

Contrairement au M&A traditionnel, le monde des start-ups se caractérise par des primes de contrôles négatives. En effet, selon Eyal Layin, Associé chez Chausson Finance, une même entreprise pourra obtenir une valorisation plus élevée à travers une levée de fonds qu'à travers une vente. Une levée de fonds demeure en effet très risquée pour l'entrepreneur, étant donné que son capital reste peu liquide et sa rémunération contingente au succès de sa start-up. L'entrepreneur se voit donc rémunéré de ce risque par une valorisation plus élevée. En revanche, l'intégralité du risque opérationnel et financier dans une opération d'acquisition est assumée par l'acquéreur. Là où, lorsqu'on achète une entreprise établie, le contrôle de l'entreprise est une opportunité, qui doit donc être rémunéré sous la forme d'une prime de contrôle, il constitue dans le cas d'une start-up un risque, qui doit donc être compensé.

⁵² *Venture Transaction Multiples, France 2016 Edition, Avolta Partners*

⁵³ *Magic Box Paradigm, Ezra Roizen, p129*

Les méthodes de valorisation ainsi que les ordres de grandeur des multiples pour le M&A start-up sont donc plus inspirés du monde de la levée de fonds que du M&A traditionnel. Ceci est dû, et peut expliquer, la présence de banques d'affaires spécialisées en start-ups, qui proposent l'organisation et de levées de fonds et de processus M&A. Certaines de ces banques, comme Avolta Partners, essaient de se distinguer de leurs pairs en développant une forme de *thought leadership*, en publiant leur rapport annuel sur les méthodes et les multiples de valorisation du monde des start-ups. Ainsi, ils reprennent la stratégie des grandes banques d'investissement et des grands cabinets de conseil en stratégie, et affirment par là même l'indépendance du monde des start-ups vis-à-vis de celui du M&A traditionnel.

ii. Une structuration aux enjeux spécifiques

Structuration financière de la rémunération : « Pick your poison »

Etant donné qu'une start-up est, pour reprendre les termes d'Ezra Roizen, une « boîte magique », dont le succès dépend de l'implication de l'entrepreneur, de nombreuses acquisitions de start-ups impliquent pour le fondateur de la cible de rester au moins un temps dans le nouvel ensemble. Dès lors, l'alignement des intérêts des deux parties est crucial à la bonne intégration de la start-up. Il est ainsi extrêmement courant qu'une partie de la rémunération du vendeur soit variable en fonction des résultats dans le futur proche de la start-up. Ces rémunérations peuvent notamment prendre la forme d'un *earn-out* ou d'actions dans la nouvelle structure.

Ces questions sont un des éléments de la négociation : l'entrepreneur préfère, à valorisation égale, une rémunération immédiate et en cash plutôt qu'une rémunération conditionnée et dans l'avenir. L'acquéreur a une position plutôt contraire. Si le vendeur ne consent pas à une rémunération variable, l'acheteur est alors susceptible de baisser sa valorisation pour prendre en compte le plus grand risque que l'opération représente pour lui.

L'avantage pour l'entrepreneur des actions par rapport à l'*earn-out* est qu'elles lui donnent une implication dans la gouvernance de la société. Inversement, l'acquéreur pourrait préférer détenir 100% des parts d'une société pour être libre d'en modifier la structure juridique et capitalistique à sa guise. Le problème des parts restantes pour l'entrepreneur est leur manque de liquidité : l'entrepreneur est prisonnier du bon vouloir de la société acquéreuse.

Cependant, les *earn-outs* peuvent, selon Ezra Roizen⁵⁴, « détruire plus de valeur qu'ils n'en créent », parce qu'ils risquent de construire des structures de rémunération et des priorités différentes entre les équipes issues de la start-up et les équipes historiques avec lesquelles elles sont censées collaborer :

« Il est alors très probable que des conflits sur les priorités opérationnelles et l'allocation des ressources surviennent [...] En approfondissant, on commence à apprécier leur complexité. Qui contrôle les décisions produit ? Qui fixe le budget ? Que se passe-t-il si des personnes clé partent ou changent d'affectation ? Que se passe-t-il si les priorités stratégiques de l'acquéreur sont amenées à évoluer pour des raisons autres ? »

Les *earn-outs* créent en fin de compte plus de contraintes et de conflits qu'ils n'en résolvent, et sont donc une solution à privilégier lorsque la start-up va continuer son développement de manière indépendante.

Mis à part les enjeux d'alignement des intérêts et de gouvernance évoqués ci-dessus, un enjeu crucial de ces négociations est leur dimension fiscale. Selon la structure de la rémunération, les gains de l'entrepreneur seront taxés soit comme du revenu (*earn-out*), soit comme des gains en

⁵⁴ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p138

capital (actions). L'entrepreneur doit prendre cela en considération pour que la solution retenue lui soit la plus favorable possible après impôts.

Structuration juridique

Comme dans le M&A traditionnel, le rachat d'une start-up peut être construit soit comme un rachat d'actifs (propriété intellectuelle, contrats, personnel, etc), soit comme un rachat de l'entité juridique. Racheter des actifs laisse l'entrepreneur le soin de gérer son passif, notamment ses dettes et les potentiels litiges qui pourraient survenir. Nous n'avons pas rencontré d'exemples de fusions au sens juridique du terme.

La décision d'un rachat d'actifs se prend au cas par cas, en fonction de l'activité de la société cible et des risques qu'a mis en évidence la *due diligence*. D'après notre base de données, les rachats d'actifs dans le monde des start-ups concernent majoritairement les sociétés en difficulté. Par exemple, lors de son redressement judiciaire, la société de livraison Tok Tok Tok a vendu ses actifs technologiques – en l'occurrence son algorithme de « dispatch » – à la plateforme Just Eat, propriétaire d'Allo Resto. On comprend que, dans le cas des start-ups, le passif n'est dans la plupart des cas pas un véritable enjeu : la dette est quasiment absente du bilan des start-ups et, en France, les enjeux de propriété intellectuelle ont un coût potentiel plus faible qu'aux Etats-Unis.

Pour éviter que certains actionnaires ne bloquent des deals, les clauses *buy or sell* ou *drag along – tag along* sont très courantes dans les start-ups. La première permet à un actionnaire de proposer aux autres d'acheter leurs parts pour un prix donné, ou sinon de leur vendre pour le même prix. La *drag along* permet aux actionnaires d'imposer la vente au reste des actionnaires si les vendeurs regroupent un poids au-dessus d'un certain seuil ; inversement, la clause *tag along* permet à tous les investisseurs de profiter des mêmes termes de rachat qui seraient proposés à l'un des actionnaires.

Structuration organisationnelle : l'organisation du futur ensemble est un des éléments principaux de la négociation

Enfin, un enjeu crucial lors de l'acquisition d'une start-up est la structure organisationnelle de celle-ci. La première question concerne son intégration : va-t-elle être intégrée à la structure de l'acheteur ou va-t-elle être libre de poursuivre son développement de manière indépendante ?

Nous l'avons vu, un des rationnels principaux dans le rachat d'une start-up est son équipe. Dès lors, un enjeu fondamental est de négocier quels salariés resteront dans le nouvel ensemble. Il faut s'accorder sur leur niveau de séniorité, leur rémunération, mais aussi un éventuel engagement de loyauté ou d'éventuelles clauses de non-concurrence.

Il faut garder à l'esprit que beaucoup de salariés de start-ups ont des salaires en-dessous de leurs « salaires de marché » s'ils travaillaient dans une industrie classique, qui n'avait pas la rémunération variable et la culture particulière à la start-up. Dès lors, les salaires ont tendance à augmenter très fortement à l'issue d'un rachat de start-up, et donc la structure de coûts à s'alourdir⁵⁵.

d. Le sujet de l'intégration

Chaque transaction se conclut par une phase d'intégration, comme dans le M&A traditionnel. Chaque intégration est spécifique à la transaction en question.

Néanmoins, on s'aperçoit que les modes d'intégration d'une start-up et d'une entreprise établie diffèrent. En effet, les différences culturelles sont souvent importantes – âge et profil du

⁵⁵ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p51

personnel, vision de l'entreprise – tout comme les processus opérationnels. De ce fait, beaucoup de start-ups poursuivent leur développement de façon indépendante lorsqu'elles sont rachetées par des *corporates*. L'intégration des équipes est en revanche plus fréquente lorsqu'une start-up est rachetée par une autre start-up ou par un *tech giant*.

D'après Benoit O'Mahony, Associé-Gérant chez Raphaël Financial Advisory⁵⁶, les pratiques d'intégration de start-up sont en évolution rapide, notamment dans les grands groupes. En effet, les *corporates* achètent de plus en plus des start-ups en ne reprenant pas l'intégralité des actions de la start-up, alors que le M&A traditionnel donne le plus souvent lieu au rachat de l'intégralité des actions. Comme vu précédemment, laisser aux entrepreneurs fondateurs des parts dans la société constitue un aspect de leur rémunération, mais assure aussi l'indépendance de la start-up, qui pourra ainsi conserver sa culture et ses processus propres. Ce changement de modèle d'intégration s'accompagne néanmoins, pour les grands groupes, d'une perte de synergies liées à la dissémination de l'esprit entrepreneurial dans le *corporate*, et d'une certaine complexification de la gouvernance, due à la présence d'actionnaires minoritaires.

Le coût complet d'acquisition d'une start-up doit donc non seulement inclure le coût d'acquisition, mais aussi le coût de rétention de l'équipe (augmentations de salaires, rémunérations variables, etc.) et le coût d'intégration et de mise en œuvre des gains technologiques⁵⁷.

V. Les boutiques spécialisées dans le M&A start-up

1. Introduction

a. Le marché

Toute une partie des opérations de M&A concernant les start-ups se fait sans conseil M&A, et échappe donc au marché de l'intermédiation M&A start-up. En effet, de nombreuses opérations sont trop petites pour intéresser les banques d'affaires, qui prennent rarement des dossiers à moins de 1m€ en valeur d'entreprise ou en montant levé (selon qu'il s'agit d'une opération de M&A ou d'une levée de fonds).

Le conseil M&A pour les start-ups reste donc un petit marché à Paris. Ce marché est, de plus, segmenté en deux catégories qui sont pour l'instant assez hermétiques, en fonction de la taille des transactions envisagées. Pour schématiser, on a d'un côté les acteurs jouant sur des transactions jusqu'à 20m€, et de l'autre ceux qui font principalement des transactions (M&A ou levée de fonds) au-dessus de 20m€. Le premier est un marché français tandis que le second se joue quasi-intégralement à l'échelle européenne. Dans cet univers s'affrontent deux types d'acteurs : ceux issus du monde des start-ups, et ceux issus du monde de la banque d'affaires traditionnelle, qui voient le développement du M&A dans les start-ups comme une opportunité de croissance, adjacente à leur activité actuelle.

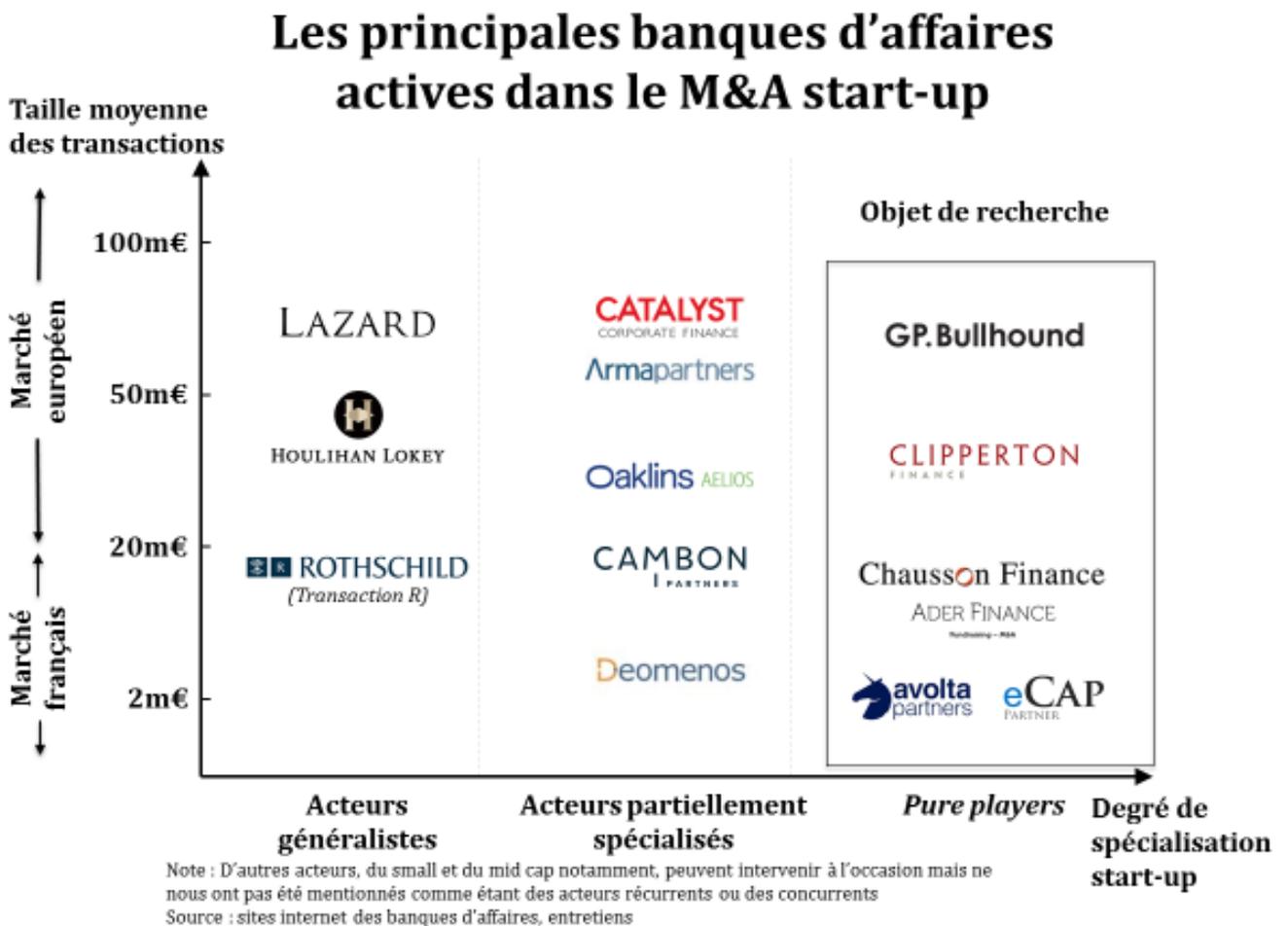
Nous avons dénombré une dizaine d'acteurs spécialisés sur la place parisienne. L'un des professionnels que nous avons rencontré nous expliquait cependant que de plus petits acteurs arrivent de temps à autre sur le marché mais tendent à disparaître rapidement. En fonction de sa taille, chaque acteur fait entre 5 et 20 opérations de levée de fonds ou de M&A par an.

⁵⁶ *TF1 et MinuteBuzz, Groupe Cerise et Prisma... Les dessous d'une opération de M&A*, Benoit O'Mahony, Associé-Gérant chez Raphaël Financial Advisory
http://www.frenchweb.fr/tf1-et-minute-buzz-groupe-cerise-et-prisma-les-dessous-dune-operation-de-ma/286679?utm_source=FRENCHWEB+COMPLETE&utm_campaign=7845e563f3-EMAIL_CAMPAGN_2017_03_30_PM&utm_medium=email&utm_term=0_4eb3a644bc-7845e563f3-106964697

⁵⁷ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p53

Certaines boutiques issues du M&A traditionnel opèrent aussi sur ce marché du M&A start-up, notamment le département Transaction R de Rothschild ou Lazard – Transaction R a notamment conseillé Withings lors de son rachat par Nokia, et Captain’ Train lors de sa cession à Trainline. Contrairement à ce que nous imaginions, on nous a confirmé que ces boutiques étaient capables de réaliser des opérations de petites tailles, de l’ordre de quelques millions d’euros en valeur d’entreprise. Pour une banque d’affaires comme Lazard, cela peut s’expliquer par une volonté d’accompagner leurs clients dans le temps et dans toutes les situations (permettant de mieux les fidéliser).

D’autres acteurs globalisés et plus ou moins spécialisés sur le secteur des start-ups peuvent également réaliser des opérations en France. Nous pensons notamment à Arma, Catalyst, ou Houlihan Lokey, qui nous ont été mentionnées lors de nos entretiens. Ces dernières sont généralement sensiblement plus grandes et concernent des start-ups bien plus avancées que celles couvertes par notre étude (les opérations peuvent alors être de plusieurs centaines de millions d’euros). En fait, elles constituent même selon nous un marché distinct.



b. Nos rencontres et échanges

Notre principale source d’informations pour mener à bien cette étude réside dans nos rencontres et échanges avec des professionnels de l’industrie du M&A start-up. Nous avons donc demandé aux principales boutiques de la place parisienne que nous avons identifiées s’il était possible de les rencontrer. C’est ainsi que nous avons rencontré ou échangé avec (par ordre chronologique) : Expen, GP Bullhound, Deomenos, Ader Finance, Avolta Partners, Chausson Finance et Clipperton Finance.

Nous n'avons malheureusement pas pu rencontrer tous les acteurs faute de réponse.

c. Une grande variété au sein des boutiques

Le premier élément ressortant de nos entretiens et des informations que nous avons pu rassembler réside dans la grande variété des boutiques M&A que nous avons rencontrées. Les principales différences concernent :

- La taille des start-ups conseillées : la plupart des boutiques, comme Avolta Partners, se spécialisent sur des opérations de 1m€ à 20m€ de valeur d'entreprise (voire un peu plus en M&A), alors que GP Bullhound commence à s'intéresser à des entreprises innovantes en quête de plus de 20m€ de financements
- Leur champ d'action : la France, l'Europe ou le monde (conséquence logique du point précédent). Certaines boutiques ont des connexions et des opérations essentiellement en France, comme Ader Finance. D'autres adoptent une position d'intermédiaire entre les start-ups françaises et les investisseurs européens, comme Chausson Finance, ou encore d'intermédiaire entre les start-ups européennes et les investisseurs mondiaux, comme GP Bullhound. Ce dernier s'affiche comme le spécialiste des licornes européennes⁵⁸

« Nous servons de passerelle pour les fonds étrangers qui veulent investir dans les start-ups de la French Tech et pour les fonds français qui veulent élargir leur horizon d'investissement hors de France. »

- La spécialisation ou non dans l'univers des start-ups : Avolta Partners ou GP Bullhound sont très focalisés sur les start-ups alors que certaines boutiques comme Oaklins Aelios ou Deomenos couvrent aussi le monde du small-cap voire du mid-cap, en plus de leur expertise dans le monde des start-ups. Des acteurs du M&A traditionnel qui opèrent sur ce marché, comme Transaction R chez Rothschild ou Lazard, sont encore moins spécialisés sur le segment des start-ups

Toutes les boutiques spécialisées dans les start-ups présentent un certain nombre de similarités. De manière générale, ce sont de jeunes entreprises, fondées au cours des dix ou quinze dernières années. Les boutiques se concentrant sur des deals de taille plus petite ont des équipes plus réduites, de l'ordre d'une dizaine de personnes, alors que les banques d'affaires se concentrant sur les deals au-delà de 20m€ ont des équipes plus importantes, comme Clipperton ou GP Bullhound (dont les équipes sont réparties entre Londres, San Francisco, Stockholm, Berlin, Hong-Kong et Paris).

2. Le business model des boutiques spécialisées

a. Un business model hybride

La première spécificité des boutiques M&A spécialisées dans les start-ups réside dans leur business model hybride, à savoir qu'elles font du M&A et des levées de fonds. Nous n'avons connaissance d'aucune boutique ne faisant que du conseil en M&A, sans faire également du conseil en levée de fonds, et vice versa. Chausson Finance, par exemple, se présente comme un spécialiste des levées de fonds, et ne mentionne pas le M&A sur son site. Cependant, Eyal Layin, Associé chez Chausson Finance, nous expliquait que les start-ups conseillées pour les levées de fonds reçoivent régulièrement des offres de rachat au cours du processus. Si les entrepreneurs souhaitent explorer ces options, Chausson Finance les accompagne dans leurs processus de cession. Le partage entre ces deux activités est assez variable, à la fois selon les boutiques, selon les années et selon les dynamiques de l'écosystème start-up.

⁵⁸ M&A : Le ténor britannique des deals « tech » GP Bullhound arrive en France, Les Echos, 18/04/2016
https://www.lesechos.fr/18/04/2016/LesEchos/22173-119-ECH_m-a---le-tenor-britannique-des-deals--tech---gp-bullhound-arrive-en-france.htm?texte=clipperton

D'après les professionnels avec lesquels nous avons échangé, cela s'explique par le fait que et la levée de fonds et le M&A répondent aux mêmes besoins de l'entrepreneur, qui tendent à se produire au même moment, et font appel à des compétences similaires pour des opérations de tailles comparables. Lever des fonds ou céder sa start-up comble un même besoin pour l'entrepreneur : trouver une source de financement pour la croissance de son entreprise. Dès lors, beaucoup d'entrepreneurs sont ouverts aux deux possibilités, et il est logique que les conseils leur proposent de les accompagner dans les deux directions.

Par conséquent, levées de fonds et cessions ou acquisitions tendent à se produire au même moment. Selon Eyal Layin, 50% des start-ups en cours de levée de fonds reçoivent des offres de rachat. Par ailleurs, lorsque la start-up est acquéreuse, elle a souvent besoin de nouveaux financements ; les levées de fonds servent par définition à financer la croissance, et les acquisitions forment un levier de croissance privilégié. Tant à la vente qu'à l'achat, levée de fonds et M&A vont de pair.

Ces deux opérations font appel à nombre de compétences communes. Elles nécessitent la mobilisation d'un réseau, la capacité à formuler et à expliquer la stratégie de l'entreprise, à calculer et défendre la valorisation d'une start-up et à gérer le processus d'une opération de haut de bilan. Nicolas von Bülow, Associé chez Clipperton Finance, parle de « *roadshows* très similaires » entre les deux types d'opérations.

Cependant, la principale différence dans le rôle d'une banque d'affaires entre la levée de fonds et le conseil en M&A réside dans les interlocuteurs et la manière d'envisager l'opération. Dans une levée de fonds, il s'agit de s'adresser à une liste connue et limitée de fonds de Venture Capital. La valorisation reste très approximative, on essaye d'imaginer ce que pourrait donner la société dans cinq ans, on envisage de nombreuses possibilités. En revanche, pour le M&A, on valorise spécifiquement pour l'acheteur et pour ce que la start-up pourrait leur apporter de particulier. Dans le même temps, les potentiels acquéreurs peuvent être de différents types, venant d'horizons plus divers, et au nombre potentiel illimité. Il faut savoir choisir son interlocuteur au sein d'une grande institution pour maximiser les chances de réalisation du deal – faut-il passer par l'équipe M&A centrale ou bien les responsables des produits concurrents ? Ainsi, les activités de levée de fonds et de M&A se distinguent également car elles demandent d'entretenir des réseaux complètement distincts, l'un étant un groupe restreint de financiers parisiens, l'autre un ensemble diffus de dirigeants d'entreprises et de chefs de produit.

Il existe enfin une troisième activité que seul GP Bullhound semble proposer, du moins à notre connaissance : la gestion d'un fonds d'investissement, au sein duquel la participation est proposée aux entrepreneurs qui ont vendu leur entreprise (leur permettant ainsi de réinvestir le produit de leur *exit*). C'est apparemment une pratique assez courante aux Etats-Unis, mais que nous n'avons pas retrouvée en France. Ce genre de pratique, au-delà des considérations financières, présente deux avantages :

- Renforcer du lien entre GP Bullhound et l'entrepreneur ayant vendu, lui offrant l'opportunité d'investir dans d'autres sociétés tech européennes à forte croissance, et de garder un lien avec GP Bullhound s'il était amené à recréer une société par la suite
- Nouer une relation de long terme entre GP Bullhound et ses *portfolio companies*, avec un accès privilégié aux services de conseil de GP Bullhound pour de futures opérations de levées de fonds ou de M&A

« GP Bullhound peut faire profiter les entrepreneurs qui cèdent leur start-up de son flux d'affaires, grâce à un fonds de 40 millions d'euros qui investit leurs capitaux dans l'écosystème des stars montantes de la technologie. Et qui bénéficie d'un soutien solide, celui du Fonds Européen d'Investissement (FEI)⁵⁹ »

⁵⁹ M&A : Le ténor britannique des deals « tech » GP Bullhound arrive en France, Les Echos, 18/04/2016 https://www.lesechos.fr/18/04/2016/LesEchos/22173-119-ECH_m-a---le-tenor-britannique-des-deals--tech---gp-bullhound-arrive-en-france.htm?texte=clipperton

b. Le positionnement à la vente

L'autre spécificité de ces boutiques réside dans leur positionnement quasi exclusivement à la vente, c'est-à-dire du côté des entrepreneurs, que ce soit lors d'une opération de M&A ou d'une levée de fonds. Cela peut s'expliquer par deux éléments :

- Une question d'image, l'absence d'opérations antérieures permettant aux boutiques d'éviter tout conflit d'intérêts (dans le cas contraire, un entrepreneur pourrait penser qu'une boutique le conseillant soit de connivence avec le fonds investissant dans sa start-up si ce dernier avait été conseillé à l'achat il y a quelques mois par cet même boutique),
- La volonté authentique d'être du côté de l'entrepreneur et de l'accompagner dans le temps : c'est cette relation qui est à l'origine des synergies entre la levée de fonds et le M&A.

Pour autant, ce positionnement s'explique aussi largement par le fait que les grandes entreprises ou les fonds (dans le cadre d'une levée de fonds) sont capables de gérer ces opérations en interne, du fait de leur tailles comparativement plus petites. Ainsi, ils n'ont généralement pas besoin d'intermédiaires financiers externes.

On peut d'ailleurs s'interroger sur la pertinence d'un positionnement à l'achat dans ce domaine. Dans le contexte actuel, il est possible que nombre de grandes entreprises cherchent des start-ups à acquérir et nécessite une expertise sur le secteur pour les aider à naviguer cet univers et trouver les cibles leur convenant le mieux. Le Hub ! BPI France a un rôle qui s'en rapproche, tout en restant un acteur public.

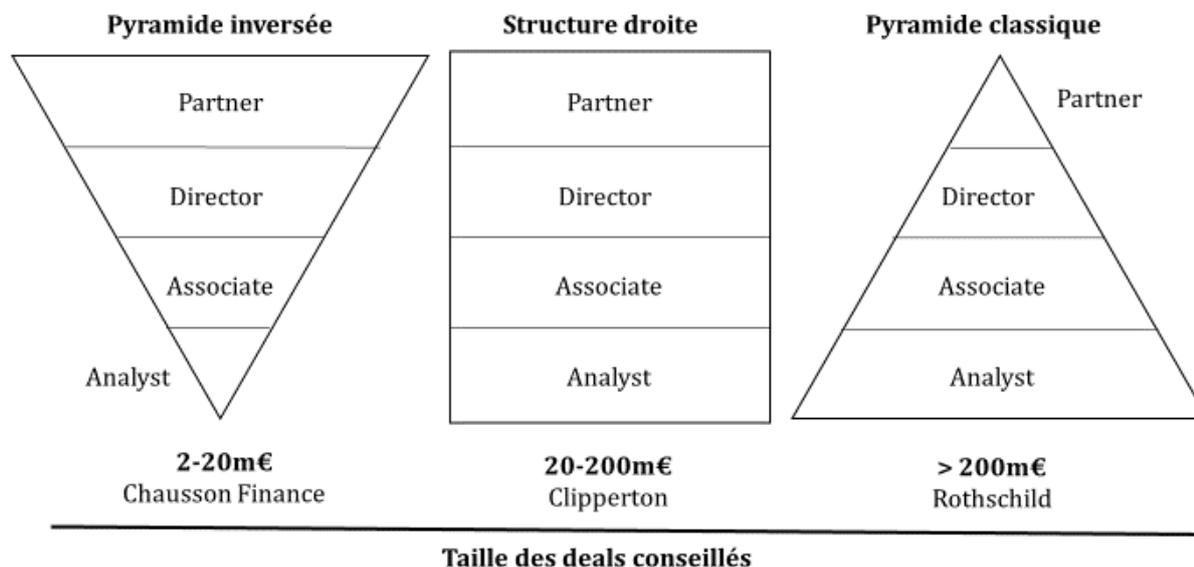
c. Profil type des employés et structure organisationnelle des boutiques

Il n'y a pas vraiment de profil type dans les boutiques M&A start-up. Cependant, à l'image de ce secteur au croisement du monde de l'entrepreneuriat et de la finance, nombreux sont ceux qui ont des expériences ou des appétences pour les deux domaines. Les seniors proviennent souvent du monde de la finance ou de l'entrepreneuriat, tandis que les juniors sont régulièrement recrutés dès la sortie de l'école. Les profils intermédiaires peuvent également être dans ce dernier cas, bien qu'il ne soit pas rare qu'ils soient issus du M&A traditionnel. Cette diversité des profils s'explique très probablement par le fait ce métier soit plus orienté *business* que finance comme nous avons pu le voir dans la partie précédente.

Au global, la structure d'une banque d'affaires spécialisée en start-ups diffère très fortement de la structure classique du département M&A d'une banque d'affaire classique. Pour reprendre une expression d'Eyal Layin, Associé chez Chausson Finance, la structure des start-up M&A advisory est une « pyramide inversée », avec un poids important de banquiers seniors par rapport au nombre de juniors. Du fait de la taille relativement petite des deals conseillés par Chausson Finance ou Avolta Partners, la grande part du travail consiste à préparer le pitch de l'entreprise, discuter avec l'entrepreneur de la stratégie à adopter et rechercher des acquéreurs ou des investisseurs potentiels. Les présentations qu'ils produisent sont courtes, et se focalisent sur la présentation de la start-up, de son idée phare, de sa technologie, de son équipe, etc. Ce travail est plus un travail d'associé. Ils sont par exemple cinq chez Chausson Finance, pour un seul analyste.

En revanche, Clipperton travaille sur des entreprises plus matures, et la nature de leur travail s'en trouve par là même radicalement transformée. Les présentations produites peuvent faire plus d'une centaine de diapositives, allant dans un niveau de détail plus profond, et modélisant de façon beaucoup plus complexe la situation de l'entreprise ; ce travail est assuré par les *analysts* et les *associates* de la banque d'affaires. Dès lors, la structure chez Clipperton est composée de 4 personnes à chaque niveau. Ceci contraste fortement avec les structures plus pyramidales que l'on peut observer dans la plupart des banques d'affaires traditionnelles.

La structure d'une boutique M&A évolue en fonction du profil de deals qu'elle conseille



d. La structure des *fees*

Les *fees* lors des opérations de M&A prennent majoritairement la forme de *success fees*. La pratique des *retainers* – frais fixes ne dépendant pas de la réussite de l'opération – est assez faible. Cela s'explique notamment par le fait que les start-ups ont des moyens financiers limités, et peuvent difficilement financer ces *retainers*. Une boutique M&A start-up croit donc dans le succès d'une opération M&A lorsqu'elle décide de s'en charger.

A titre indicatif, nous avons compris de nos entretiens que les pourcentages de *fees* étaient les suivants :

- 4 à 6% lors d'une levée de fonds ; le montant est calculé à partir de l'apport de fonds (*new money*),
- 2 à 5% lors d'une opération M&A ; le montant est calculé à partir de la valeur d'entreprise, généralement plus élevée que le montant du *new money* pour des entreprises comparables.

Comme la valeur d'entreprise est souvent au moins trois fois supérieure au *new money* pour une société donnée, une opération de M&A est souvent plus lucrative pour les banques qu'une opération de levée de fonds. A titre d'exemple, environ 50% des opérations de Clipperton sont des levées de fonds, mais la part des *fees* provenant des opérations de M&A a une part largement supérieure à ceux provenant des levées de fonds.

Certaines boutiques aux Etats-Unis proposent la pratique des *tiered fees*, c'est-à-dire de *fees* par palier. Néanmoins, Ezra Roizen déconseille aux entrepreneurs de choisir cette structure, car⁶⁰ :

- L'accord d'association entre l'entrepreneur et sa banque d'affaires risque d'être demandé par l'acheteur, qui serait alors informé de la valorisation attendue du vendeur,
- Cela encourage un comportement « *high risk, high reward* » de la part de la banque d'affaires, qui n'est pas forcément dans l'intérêt de l'entrepreneur,
- Le montant de la valorisation peut être gonflé, mais au prix de clauses défavorables à l'entrepreneur. Avoir recours à des *tiered fees* accroît donc le décalage entre les intérêts de l'entrepreneur et de ses conseillers.

⁶⁰ *Magic Box Paradigm*, Ezra Roizen, p220

e. Estimation de la taille du marché

Nous avons tenté d'estimer en valeur la taille du marché français du conseil financier pour les start-ups aux opérations de moins de 20m€. Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Une dizaine d'acteurs réalisent en moyenne dix opérations par an, dont trois de M&A,
- Le montant moyen d'une levée de fonds est de 5m€ et le montant moyen d'une vente de 10m€,
- Les *fees* sont de 5% sur la levée de fonds et 3% sur le M&A.

On aboutit alors à un marché de l'ordre de 17,5m€ sur la levée de fonds et de 10m€ sur le M&A (9m€ exactement selon nos calculs). Ce marché ne justifie donc pas la présence d'acteurs pléthoriques, ni l'arrivée des acteurs historiques de la banque d'affaires traditionnelle.

Les éléments clés de la taille du marché sont donc le nombre d'opérations, leur taille ainsi que le niveau des *fees*. On peut envisager une croissance soutenue du marché dans les prochaines années, du fait de l'augmentation du nombre d'opérations – conséquence l'effervescence de l'écosystème start-up français – et de l'augmentation du ticket moyen des opérations – conséquence de leur maturité croissante et de l'intérêt grandissant des *corporates* et des investisseurs étrangers pour la scène entrepreneuriale française.

3. La valeur ajoutée des boutiques spécialisées par rapport aux acteurs du M&A traditionnel

En revanche, le marché de l'intermédiation sur les deals de plus de 20m€ est beaucoup plus important en taille, et est celui qui est visé en priorité par les banques d'affaires traditionnelles. Ainsi Transaction R a participé à deux des opérations les plus importantes en France ces dernières années, à savoir la vente de Withings à Nokia⁶¹ et la cession d'une majorité du capital de Le Petit Ballon à Vente Privée⁶². Les acteurs traditionnels recrutent des professionnels dans le secteur, à l'image de Transaction R qui a recruté Matthieu Lattès chez Ader Finance en 2016 et Sabine Fillias chez Chausson Finance en 2014⁶³.

Comment les acteurs spécialisés en start-up se distinguent-ils des acteurs traditionnels, et les deux marchés ont-ils vocation à converger ?

a. Un investissement rentable pour les entrepreneurs

La mission première de ces banques d'affaires est de trouver un acheteur pour la start-up, en préparant les documents de présentation de l'entreprise et en contactant des acheteurs potentiels : elle doit pouvoir savoir à quel type d'entreprises s'adresser, et vers quelles personnes se tourner au sein de ces entreprises pour maximiser les chances de succès d'un deal.

Une bonne banque d'affaires doit faire augmenter le prix d'un deal, notamment en contactant un plus grand nombre d'acteurs, en assurant une meilleure présentation de la start-up que si elle était toute seule, mais surtout en assurant un *process management* pour mettre la pression sur les différents acheteurs et les convaincre de dépenser plus.

⁶¹Nokia va déboursier 170m€ pour s'emparer de Withings, Capital Finance, 26/04/2016

<https://capitalfinance.lesechos.fr/transactions/nokia-va-debourser-170-meur-pour-s-emparer-de-withings-34902.php>

⁶² Le Petit Ballon rejoint Vente Privée, Capital Finance, 13/04/2017

<https://capitalfinance.lesechos.fr/transactions/le-petit-ballon-rejoint-vente-privée-43170.php>

⁶³ Capital Finance, 15/09/2014

Finalement, la banque d'affaires permet également à l'entrepreneur de gagner du temps. Eyal Layin donnait en exemple que le processus de levée de fonds demande environ deux jours par semaine aux entrepreneurs. En prenant Chausson Finance comme conseillers, ils parvenaient non seulement à améliorer les *term sheets* qu'ils recevaient, mais également à ne passer qu'une demi-journée par semaine sur le sujet.

b. Une bonne connaissance de l'écosystème start-up

i. Une spécialisation sur le M&A start-up

Les boutiques que nous avons rencontrées partagent le plus souvent une spécialisation commune sur les problématiques digitales, et *a fortiori* sur l'univers des start-ups. En effet, on a vu que de très nombreuses start-ups et scale-ups exploitent les opportunités permises par la révolution numérique. La compréhension des enjeux du digital leur permet de mieux appréhender les spécificités des *business models* de leurs clients et les problématiques *business* et techniques associées dans le cadre d'un processus M&A. Au global, elles nous ainsi semblent plus à même d'intégrer ces paramètres dans un processus M&A qu'une banque d'affaires traditionnelle, qui n'est pas habituée aux logiques propres du M&A start-up.

ii. Une culture start-up

Les boutiques spécialisées ont également en commun avec les entreprises qu'elles essaient d'entretenir une culture start-up.

Leurs équipes sont plutôt jeunes, bien que l'organisation de ces boutiques fassent la part belle aux profils *seniors*. En effet, profil *senior* ne veut pas nécessairement dire âgé, et les associés peuvent être jeunes voire très jeunes. A titre d'exemple, les deux associés d'eCap Partner ont lancé leur boutique juste après leur diplôme et sont aujourd'hui âgés de moins de trente ans, malgré un historique de transactions désormais conséquent. Ces équipes ont un intérêt marqué pour les problématiques digitales (ce qui les pousse probablement vers ces métiers) et certaines personnes sont même d'anciens entrepreneurs.

D'autre part, la grande majorité des boutiques spécialisées sont de jeunes entreprises, ayant le plus souvent été créées il y a une dizaine d'années seulement (Avolta Partners en 2012, Clipperton Finance en 2003, etc.). Elles partagent donc certaines des problématiques de leurs clients actuels.

c. Des partenaires au long cours des entrepreneurs

i. L'accompagnement des entrepreneurs sur le long terme

Toutes les boutiques que nous avons rencontrées ont la volonté d'accompagner leurs clients sur le long terme. Elles espèrent ainsi le plus souvent réaliser une première levée de fonds, et si l'opération est un succès et que la start-up se développe bien, réaliser les levées de fonds ultérieures. Idéalement, elles accompagnent l'entrepreneur jusqu'à son *exit*. Pour autant, elles n'hésitent pas à recommander une autre banque d'affaires si l'opération dépasse leur capacité.

Par ailleurs, un des leviers importants de *dealflow* est le *referral* de nouveaux clients par des anciens clients. Eyal Layin nous confiait ainsi qu'il essaie de donner des conseils gratuits à un maximum d'entrepreneurs, et d'entretenir ces relations, car même si ces entrepreneurs-là ne connaîtront pas le succès dans l'immédiat ou seront contraints d'aller voir ailleurs, ils orienteront leurs connaissances vers sa boutique. A travers l'accompagnement de l'entrepreneur sur le long terme, c'est aussi l'entretien d'une relation et la recherche de nouveaux clients dans le réseau de l'entrepreneur qui sont visés.

ii. Un rôle de conseil étendu

Le rôle de conseil M&A nous semble être plus étendu que dans le M&A traditionnel. Cela s'explique selon François Ramette, Associé-Gérant chez Deomenos, par la moindre maturité des start-ups par rapport aux entreprises établies.

Ainsi, une mission de conseil commence souvent par une réflexion stratégique sur le futur de la start-up et sur le meilleur moyen de la financer, que ce soit par une levée de fonds ou à travers une cession. Cela se double généralement d'un travail préparatoire conséquent, visant à préparer la start-up à l'opération. Ce travail, plutôt pratique et assez peu normalisé, consiste par exemple à collecter des données dont la start-up ne dispose pas, mais qui seront nécessaires à la transaction envisagée.

Entre ces éléments et la compréhension des enjeux du digital, on comprend mieux pourquoi les profils de ces boutiques ne sont pas uniquement issus du M&A traditionnel, mais également du monde de l'entrepreneuriat ou d'autres métiers plus orientés *business* (comme le conseil en stratégie par exemple).

d. Vers une convergence des banques start-up et traditionnelles ?

Compte tenu de l'augmentation de la fréquence et de la taille des transactions de M&A concernant les start-ups, le marché du M&A start-up passe progressivement du statut de niche à celui de nouvelle frontière du marché du M&A dans son ensemble. Le rachat récent du français Zenly par l'américain Snapchat pour 300m\$ témoigne de l'actualité de cette tendance et de la couverture médiatique dont bénéficient ces transactions. Le développement de ce marché est la conséquence de l'importance stratégique qu'acquière les start-ups dans les stratégies concurrentielles et d'innovation des grandes entreprises, des moyens accrus des grandes entreprises du secteur de la technologie, et plus généralement de l'effervescence dans la société pour l'univers des start-ups.

Dès lors que ce marché est appelé à se développer, quelle forme prendra-t-il demain ? Les acteurs qui occupent aujourd'hui cette niche pourront-ils garder leurs positions ou les géants du M&A classique investiront-ils ce segment ?

Il nous semble que les grandes banques d'investissement sont appelées à jouer un plus grand rôle dans ces transactions avec le temps, mais que les acteurs spécialisés auront tout de même des places de premier rang. Tout d'abord, des acteurs de niche existent dans toutes les industries ayant des fortes spécificités, comme l'énergie, l'aéronautique ou la défense. De plus, l'univers de la technologie gardera également une forte valeur ajoutée à l'expertise sectorielle, car les solutions qu'apportent les start-ups sont d'un niveau de complexité technique élevé, et l'acquisition de start-ups continuera de répondre à des logiques stratégiques spécifiques.

Comme l'expliquait Nicholas von Bülow, Associé-Fondateur de Clipperton, une concurrence se met en place avec les acteurs du M&A traditionnel mettant en avant leur marque forte, et les acteurs issus de l'univers des start-ups mettant en avant leur expertise technique et leur proximité culturelle avec le monde des start-ups⁶⁴. Ces derniers acteurs bénéficient d'un atout de taille : pouvoir accompagner les entrepreneurs au cours de leurs levées de fonds, leur permettant de construire une relation et ainsi de se positionner pour la vente de la start-up.

⁶⁴*Ecap Partners, cette start-up qui vient bousculer l'univers des banques d'affaires*, La Tribune <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/ecap-partner-cette-start-up-qui-vient-bousculer-l-univers-des-banques-d-affaires-516111.html>

Alors que le marché du M&A start-up pour les opérations importantes verra de plus en plus la concurrence des banques d'affaires traditionnelles, il est peu probable que cette concurrence porte sur les opérations de petite taille, comprises entre 2m€ et 20m€. Ces entreprises garderont de solides avantages avec leur expertise start-up et leurs relations fortes au sein du monde du capital-risque parisien.

Une autre tendance concernant ce marché est également son internationalisation. On voit qu'elle est déjà à l'œuvre dans le marché du M&A start-up sur les deals de plus de 20m€, avec de gros acteurs britanniques comme Arma et Qatalyst aux côtés du français Clipperton Finance. Cette internationalisation se fait également sentir dans le marché des plus petits deals, avec des acteurs comme Chausson Finance qui revendiquent une position de pont entre les investisseurs internationaux et l'écosystème start-up français. Dès lors, il ne serait pas surprenant de voir des acteurs internationaux venir jouer un rôle plus important ou se consolider avec des acteurs locaux sur la place parisienne.

Conclusion

Au terme de notre étude, nous avons pu brosser un portrait de l'industrie du M&A start-up sur la place parisienne et en faire ressortir quelques traits caractéristiques, et parfois contre-intuitifs.

Premièrement, les acquisitions de start-up les plus fréquentes le sont par d'autres start-ups, et non par des grands groupes ou des *tech giants*. Outre les considérations de construction du produit ou d'expansion internationale, l'acquisition est un mode de croissance privilégié par les start-ups car leurs *business models* s'appuient souvent sur des effets de réseaux très puissants, et requièrent donc d'atteindre une taille critique sur leurs marchés le plus rapidement possible.

Cependant, les acquisitions les plus importantes sont souvent l'œuvre des grands groupes ou des *tech giants* – l'acquisition par Snapchat de Zenly est à ce jour la plus grande acquisition d'une start-up en France – étant donné que ces derniers s'intéressent à des start-ups qui en sont à des stades de « *talent / technology* » ou de « *product* », selon la caractérisation de Ben Horowitz du fonds Andreessen Horowitz⁶⁵, mais aussi au dernier stade de « *business* » à part entière.

Le processus M&A pour les start-ups commence plus en amont que pour les acteurs traditionnels, car il implique tout un travail de structuration des processus de reporting de la société cible et une approche pragmatique du besoin de financement, qui peut passer soit par une levée de fonds, soit par une cession. Vendre sa start-up n'est pas une simple *exit*, mais bien plus un mélange d'*exit* progressive pour l'entrepreneur et d'*entrance* dans une nouvelle ère du développement de la société.

Les banques d'affaires spécialisées en start-up sont des acteurs propres à ce marché, dont la mission principale est de trouver des investisseurs ou des acquéreurs potentiels. Leurs valeurs ajoutées principales sont leur expertise sur les problématiques technologiques, et leurs compétences et sur la levée de fonds et sur le M&A. Le positionnement de toutes les banques d'affaires en start-up est à l'heure actuelle quasi-exclusivement *sell-side*, la plupart des acquéreurs traitant ces dossiers en interne.

L'univers du M&A start-up est composé de deux marchés différents, assez hermétiques et confrontés à des logiques concurrentielles complètement différentes. Là où le marché du M&A start-up pour les transactions en-dessous de 20m€ est surtout français et aux mains d'acteurs spécialisés en start-up, le marché des deals plus importants est européen et ouvert à des acteurs issus du monde de la banque d'affaires traditionnelle.

Les méthodes de valorisation sont en cours de normalisation, notamment du fait des banques d'affaires spécialisées dans le domaine, qui se lancent dans une tentative de *thought leadership*.

⁶⁵ *The Hard Thing about Hard Things*, Ben Horowitz

A l'heure actuelle, elles nous semblent plus inspirées du monde de la levée de fonds que de celui du M&A traditionnel.

Deux incertitudes majeures pèsent sur ces nouveaux acteurs : comment va évoluer le marché et quelle va être la réaction des géants du M&A traditionnel ? Ces derniers voient se développer ce nouveau segment du marché, bénéficiant d'une couverture médiatique sans commune mesure avec la taille encore modeste des opérations. La tendance est clairement au développement, à l'internationalisation et à la fragmentation de ce marché, avec les acteurs adoptant des positionnements différenciés en fonction de la taille des opérations. Il est possible qu'elle soit également à l'affrontement, puis à la consolidation, lorsque les grandes banques d'affaires ne pourront plus tolérer de ne pas conseiller ces transactions d'un nouveau genre, encore peu fréquentes et aux faibles montants en Europe, mais qui sont promises à devenir les *megadeals* de demain.

Bibliographie

AVOLTA PARTNERS, *Venture Transaction Multiples; France 2016 Edition*

BARTLETT, Robert P. III, *A founder's guide to unicorn creation; How liquidation preferences in M&A transactions affect start-up valuation*, UC Berkeley

BRIGL, Michael, HONG, Max, ROOS, Alexander, SCHMIEG, Florian, WU, Xinyi, *Corporate Venturing shifts Gear; How the largest companies apply a broad set of tools to speed innovation*, BCG Perspectives, Avril 2016

DAMODARAN, Aswath, *Valuating Young, Start-up and Growth Companies: Estimation issues and valuation challenges*, Stern School of Business, New York University, May 2009

DANY, Olivier, GOYAL, Ruchin, SHWARZ, Jürgen, VAN DEN BERG, Peter, SCORTECCI, Alessandro, TO BABEN, Steffi, *Fintechs may be Corporate Banks' Best "Frenemies"*, BCG Perspectives, Juillet 2016

DIMITROVA, Lora, *Strategic Acquisitions by Corporate Venture Capital Investors*, 2013

FOURNIER, Paul-François et al. , *Acquérir pour mieux bondir ; La croissance externe au service de la transformation de l'entreprise*, Etude BPI France Financement, Septembre 2015

HARLE, Nicholas, SOUSSAN, Philippe, DE LA TOUR, Arnaud, *What Deep Tech start-ups want from Corporate Partners*, BCG Perspectives, Avril 2017

HOROWITZ, Ben, *The Hard Thing about Hard Things*

KRIEGER, Etienne, MEDJAD, K. , ISELIN, Frédéric, GRANDSART, R., GERASYMENKO, V. , « La performance du capital-risque : entre fantasme et réalité... » Conférence « Innovation, Financement et Entrepreneuriat », 3 février 2012, HEG Genève

ROIZEN, Ezra, *Magic Box Paradigm*

VEIL, Isabelle, *Le capital-investissement d'entreprise, un outil pour les scale-up*, Etude Croissance Plus et Deloitte

Table des annexes

Annexe 1 : Mapping de l'écosystème start-up par Bartosz Jakubowski.....	71
Annexe 2: Exemple de pitch d'une banque d'affaires spécialisées en start-up	73
Annexe 3: Le <i>Thought Leadership</i> de Avolta Partners sur le <i>business model</i> du SaaS	75
Annexe 4: Composition des équipes des banques d'affaires spécialisées en startup	76

Annexe 2: Exemple de pitch d'une banque d'affaires spécialisées en start-up

WHAT WE DO

Exit Strategy and Startup Acquisition Advisory

- **Deal Strategy**
 - Setting Exit Strategy within the context of operating, finance, and growth goals
 - Figuring out: Who? When? How? Why? (and 1,256 other little details)
- **Positioning & Pitch**
 - Honing your message + illuminating strategic value (aka "making them want you")
- **Packaging and Valuation**
 - Offering Memorandum, Exec Sum, Pitch Book, Finance Models, Valuation Analysis, etc. -- the whole nine yards
- **Process Management**
 - Research target acquirers; Create and filter target buyer list; Initial introductions
 - Facilitate meetings + Generate Momentum + Manage Communications
- **Execution**
 - Getting "heat on a deal" (aka, creating an auction environment with multiple bidders)
 - Act as bad cop when needed (esp. if you will be working for the acquirer post-deal)
 - Negotiation, due diligence management, closing. Helping you pick out your Bentley.

Short Version:
Reducing Management Burden + Increasing Deal Value

Doc V7.6

VALUE ADD

Keys to a successful engagement

Selecting a dedicated partner and teammate is key:

- Formulates a cogent strategy designed to maximize value
- Introduces a process-driven approach to ensure the deal runs smoothly
- Reduces the burden on company management (so you can focus on keeping the business growing)
- Increases credibility and "levels the playing field" with acquirers
- Generates momentum and "heat" on a deal

EXIT STRATEGY AS PROCESS

Engagement mechanics & value delivered

The Process In A Nutshell:

- ✓ **Develop a plan**
- ✓ **Confirm alignment (founders, investors, Board)**
- ✓ **Build exit team**
- ✓ **Clean up corp. structure**
- ✓ **Prep for due diligence**
- ✓ **Prepare deal / pitch materials**
- ✓ **Build the Target list**
- ✓ **Initial Target screening**
- ✓ **Management meetings**
- ✓ **Manage the auction**
- ✓ **Negotiate and close**

By doing this:

- Illuminate strategic value in Pitch
- Provide support for deal terms & valuation
- Expand the network of potential acquirers
- Plan and coordinate process + scheduling
- Run outreach in parallel, not serial manner

We deliver this:

- Protect CEO
- Offload management burden
- Reduce the time to close
- Improve odds of success
- Maximize price and terms

Net-Net:

A well-designed process significantly increases the probability of success.

OUR BUSINESS MODEL

It's pretty simple, actually.

- **Our business model:** work fees (retainer) + success fees (paid upon deal close).
- **Three flavors of service:**
 - **Exit Coach:** Provide on-demand advice, strategy and coaching as you progress down the path with potential acquirers. Act as sounding board to help think through critical issues, tee up discussions, overcome objections, frame the pitch and get "heat" on a deal. Help support your Exit Team.
 - **Advisor:** Includes the coaching services described above, but also involves a more hand-on development role where we help create the pitch materials, refine target lists, and provide modeling and valuation support; also periodically includes a more forward-facing role when needed (e.g. participate in meetings).
 - **Deal Lead:** A fully-engaged role where we work closely with management from beginning to end. Includes the above, plus active target sourcing and outreach, communications management, due diligence process support, negotiation and closing assistance.

	Deal Strategy	Pitch & Valuation	Outreach & Negotiation
Coach	✓		
Advisor	✓	✓	
Deal Lead	✓	✓	✓

Annexe 3: Le Thought Leadership de Avolta Partners sur le business model du SaaS

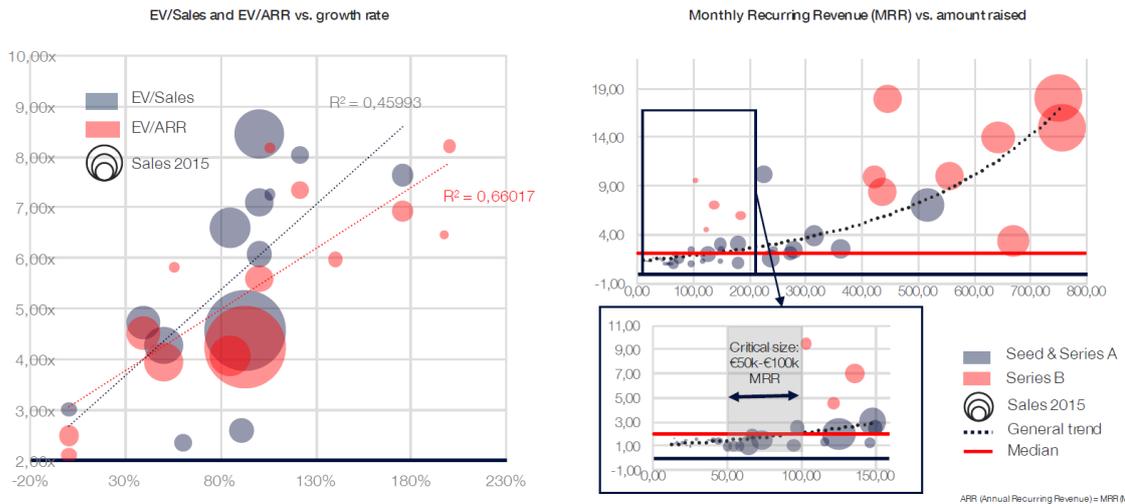
Bonus

SaaS model insights

EV/ARR, the true multiple for SaaS model valuation.

SaaS models from Subscription sub model are based on same financial characteristics: Recurring revenues. In most of time, annual Sales are not relevant to appreciate the recurrence of the flows and an other indicator EV/ARR* has to be determined to improve the fairness of the valuation. As we say below on the Transaction Multiples part, subscription models are not linked to pre-revenue models and SaaS Transaction Multiples are substantially linked to growth rate.

In our statistical analysis, we note that linear regression on EV/ARR vs. Growth Rate is higher than on Sales basis to prove the better correlation with recurring valuation approach. VCs are in mind some critical MRR (Monthly Recurring Revenues) size determining the ability of the startup to access type of Series. €80k to be comfortable at A Series level. €400k to go at B+ Series level.



Source :

Venture Transactions Multiples, 2016 Edition, Avolta Partners

Annexe 4: Composition des équipes des banques d'affaires spécialisées en startup

Boutique	Seniors	Intermédiaires	Juniors	Total
GP Bullhound (monde)	23	9	19	51
Clipperton Finance	8	4	7	19
Chausson Finance	6	0	2	8
Ader Finance	1	1	1	3
Avolta Partners	4	0	5	9
eCap Partner	2	0	3	5
Total	44	14	37	95
<i>En proportion</i>	<i>46%</i>	<i>15%</i>	<i>39%</i>	<i>100%</i>

Seniors = Partners + Directors

Intermédiaire = VP

Juniors = Analysts + Associates

Source :

<https://www.gpbullhound.com/en/about/>

<http://www.clipperton.net/team>

<http://www.chaussonfinance.com/equipe>

<http://www.ader.co/team>

<http://www.avoltapartners.com/the-team/>

<http://www.ecap-partner.com/team/>