



violetkaipa - Fotolia.com

Techno : par ici la sortie !

Trophos, Sarenza, SPS ou La Fourchette ont dépassé, l'an passé, les 100 M€ de valorisation. Souvent repris par des américains, les VC espèrent aussi convaincre davantage les industriels français. _____ **PAR BAPTISTE RUBAT DU MÉRAC**

Dans la jeune histoire du capital-risque français, la période actuelle se rapproche, pour certains professionnels, d'un âge d'or des sorties. Les « désinvestissements »

de fonds dans des start-up semblent en effet ne jamais avoir été aussi nombreux et les belles opérations s'enchaînent à un rythme soutenu. Certes, ce n'est pas la Silicon Valley mais la tendance est en-

courageante pour un segment encore davantage habitué à entrer qu'à sortir par le haut. Toutes les issues, à quelques nuances près, apparaissent ouvertes pour les investisseurs. Les fusions-acquisitions atteignent des niveaux records, les fonds de capital-développement et LBO ont de l'appétit et des moyens, et la Bourse, au moins pour certains secteurs et malgré des variations parfois rapides d'un trimestre à l'autre, joue aussi son rôle. « Sur les douze derniers mois, notre activité a progressé de 40 %. C'est le signe d'un dégel du marché incontestable, après une période d'attentisme, chez les investisseurs comme les désinvestisseurs, née du ralentissement économique et des incertitudes sur l'environnement monétaire et fiscal », explique Francis Lorentz, président de LD&A Jupiter, la banque d'affaires dédiée au télécom, logiciels et TMT.

Quatre opérations impliquant la cession des parts d'un actionnaire financier - hors fonds LBO - ont dépassé les 100 M€ de valorisation depuis janvier 2014 (voir le tableau p. 9). Avec un total de 470 M€, payés par le



Photo DF

« La santé offre de meilleurs multiples que les TIC »

Marc Villecroze,
directeur général exécutif
d'ACG Management.

groupe pharmaceutique Roche, la biotech Trophos se démarque et permet une très belle sortie à ses actionnaires, dont ACG Management et OTC Aggregator. « En cas de succès, le secteur de la santé offre de

meilleurs multiples que les TIC », assure Marc Villecroze, directeur général exécutif d'ACG Management, ex Viveris, qui avait cédé six ans plus tôt en secondaire une partie de sa participation pour liquider ses premiers FCPI. De fait, si les huit opérations d'envergure sur la période, derrière Trophos, appartiennent toutes aux domaines de l'Internet, de l'électronique ou des logiciels, leurs valorisations sont nettement moindres. Avec un tour de cap-dev de 75 M€ comportant aussi des rachats de titres, Sarenza se valorise sans doute entre 130 et 160 M€. SPS,

fabricant de modules électroniques pour les passeports et permis de conduire notamment, avoisine les 115 M€, et La Fourchette dépasserait les 100 M€.

Des industriels omniprésents...

À y regarder de plus près, la voie industrielle constitue le canal de sortie privilégié des VCs. Depuis le début de l'année dernière, elle a attiré près des deux tiers des 81 opérations répertoriées par CFNEWS comportant une cession de parts d'investisseurs entrés en cap-risque ou cap-dev. Viennent ensuite la Bourse (16 %), le LBO (10 %) et le passage de relais à un capital-développeur (9 %) (voir le graphique ci-dessous).

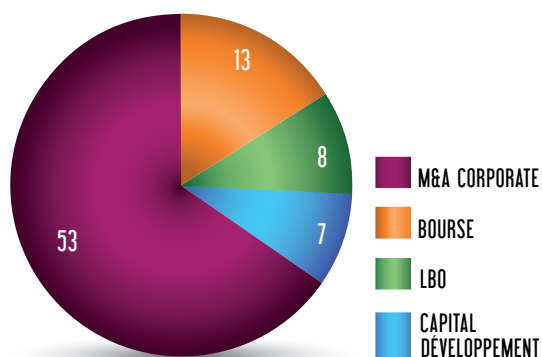
Une omniprésence du M&A qui se retrouve à tous les échelons du marché des sorties, mais particulièrement en haut de

la pyramide. Alven Capital, l'un des VCs français ayant vendu le plus de participations au cours des dernières années, dont EntropySoft, MobPartner et MakeMeReach plus récemment, travaille, comme la plupart de ses confères, surtout avec des industriels. « Nous avons fait beaucoup de sorties LBO en 2005 / 2008, mais en ce moment le M&A offre des conditions plus attrayantes », confie l'associé Charles Letourneur. L'investisseur distingue deux types d'acquéreurs *corporate* en fonction de l'activité de la cible. « Dans le BtoC, web, média ou e-commerce, il s'agit principalement d'acteurs traditionnels européens, achetant sur des multiples de chiffre d'affaires ou d'Ebit. En revanche, les domaines plus techniques comme les logiciels intéressent davantage les entreprises américaines, qui proposent des valorisations déconnectées des multiples classiques ».

...qui externalisent la R&D

L'appétit des industriels est d'autant plus fort que leurs moyens augmentent. « En dépit d'indicateurs macroéconomiques loin d'être exceptionnels, les *corporate* n'ont jamais eu autant d'argent et les cours de Bourse sont orientés à la hausse depuis plus d'un an », rappelle Michael Azencot, associé chez Financière Cambon. Au-delà de ces capacités financières, plusieurs évolu-

RÉPARTITION DES SORTIES "TECHNO" PAR TYPE EN 2014 ET T1 2015



10 PLUS GROSSES SORTIES "TECHNO" EN FRANCE EN 2014 ET T1 2015

Société	Type d'opération	Acquéreur	Valorisation*
TROPHOS	M&A	ROCHE	470
SARENZA	CAPITAL-DÉVELOPPEMENT	BPIFRANCE INVESTISSEMENT, HLD ASSOCIES, FAMILY OFFICES	50/150
SPS	M&A	IMPRIMERIE NATIONALE	115
LA FOURCHETTE	M&A	TRIPADVISOR	100
ENOVANCE	M&A	RED HAT	70
OREGE	OPA	EREN	63
MOVEA	M&A	INVENSENSE	55
MOBPARTNER	M&A	CHEETAH MOBILE	54,8
CERENIS	IPO		53
ASSURONE	LBO	ANACAP	50/150

* Valorisation en M€

Source : CFNEWS

tions poussent les grandes entreprises à réaliser des acquisitions. Le numérique transforme désormais en profondeur pratiquement tous les secteurs, incitant les acteurs traditionnels à s'intéresser aux jeunes pousses qui s'attaquent à leurs activités. Dans la biotech, les rapports diffèrent mais « les grands groupes dégraissent en recherche et développement et doivent donc aller étoffer ailleurs leurs portefeuilles de médicaments, souligne Marc Villecroze d'ACG Management. Ils externalisent de fait leur R&D à des start-up et sont prêts à payer beaucoup plus cher celles qui réussissent. »

« L'accélération de sorties aux Etats-Unis est nette depuis 18 mois »

Charles Letourneur,
managing partner
d'Alven Capital.



Photo DR

Les français plus en retrait

Le constat est plus nuancé au sujet des industriels français. Plusieurs observateurs relèvent un changement d'attitude dans leurs relations avec les jeunes entreprises innovantes, qu'ils

furent longtemps accusés de préférer copier plutôt que racheter. « Le retour du *corporate venture* et leur rapprochement avec des structures d'accompagnement, comme le Partech Shaker, témoignent de leur intérêt pour les start-up », veut croire Philippe Colombel, associé chez Partech Ventures, dont certains souscripteurs s'appellent Renault, Carrefour ou Edenred. Mais le « capital-risque d'entreprise » existe cependant depuis aussi longtemps que les VCs en France, et ce segment est animé par « un mouvement de balancier depuis la fin des années 90, alternant entre des périodes de retraits et de retours », rappelle Grégoire Revenu, associé chez la banque d'affaires Bryan, Garnier & Co. « Même si nombre d'industriels français prennent conscience du bouleversement induit par les TIC, il reste du chemin avant que cela ne se traduise par des acquisitions massives », tempère-t-il. « On sent surtout un intérêt des industriels à l'entrée, encore peu à la sortie », résume Charles Letourneur. Ce n'est pas faute d'essayer cependant. « Les groupes français regardent les dossiers, mais ils ont des oursins dans les poches », assure un VC.



Photo : DR

Ilan Elbase,
fondateur d'Effective Finance.

Des start-up françaises plus visibles aux Etats-Unis

A contrario, les groupes, comme les fonds, américains, se montrent nettement plus généreux. Dans certains secteurs, la sortie outre-Atlantique apparaît même incontournable. « Quand nous avons pris la décision de vendre l'entreprise, nous avons dressé la liste des acquéreurs potentiels. 80 % étaient dans la Silicon Valley, raconte Sam Guilaumé, ancien dirigeant de Movea, éditeur de solutions pour les capteurs électroniques, soutenu par CEA Investissement, I-Source, Gimv et Intel Capital. La première proposition que nous avons reçue était de 35 M\$, et venait d'Europe. »

Enfin, le grenoblois rejoindra Invensense pour 75 M\$. Et le mouvement prend de l'ampleur. « Depuis 18 mois, nous constatons une accélération des sorties aux Etats-Unis, et encore davantage depuis six mois », observe Charles Letourneur. Si la baisse de l'euro face au dollar augmente encore le pouvoir d'achat des américains, un facteur propre aux start-up françaises joue aussi un rôle moteur. Les marchés numériques étant largement mondialisés, entrepreneurs et investisseurs cherchent désormais très rapide-

ment à vendre. « Les investisseurs américains ont un avantage sur les français, c'est leur capacité à trouver des acquéreurs potentiels », dit-il. « Les start-up françaises ont un avantage sur les américaines, c'est leur capacité à trouver des investisseurs potentiels. »

LES SORTIES EN IPO PRIVILÉGIÉES POUR LA SANTÉ



Photo : DR

Grégoire Revenu,
managing partner
de Bryan, Garnier & Co.

La Bourse semble aujourd'hui surtout une option de sortie théorique pour de nombreux secteurs. Dans les TIC, les douze IPO réalisées à Paris depuis 2014 ont pratiquement toutes précédé une baisse importante du cours. C'est le cas particulièrement d'Awox, d'Anevia, de Lucibel et de Viadeo, dont

les valeurs ont été divisées par deux. Pas de quoi réjouir les actionnaires contraints de rester via une clause de *lock-up*. La situation apparaît bien différente pour le secteur des éco-technologies - représenté par Ecoslops et Innoxeo - et surtout de la santé (biotech et matériel médical). Cerenis, Genticel et Poxel, les trois plus grosses IPO de la période, ont ainsi vu leur cours s'orienter à la hausse depuis. « Contrairement aux TIC, les start-up de la santé disposent de peu d'alternatives de financement. Par ailleurs, il existe une certaine défiance pour la Bourse dans l'IT, à la suite des périodes difficiles de la bulle Internet et de 2008. Cela s'est traduit

par beaucoup de retraits de cote », analyse Grégoire Revenu. La liquidité apportée par la Bourse permet certes de céder sa participation au fur et à mesure, mais à condition de pouvoir attendre une meilleure valorisation si le niveau du cours n'offre pas dans l'immédiat un retour sur investissement satisfaisant. Cette « défiance » des VC's français ne concerne pas le Nasdaq, dont le dynamisme a attiré quelques rares pépites hexagonales comme Business Objects en 1994 et Criteo fin 2013. Une place technologique américaine exclusive sur laquelle Sigfox et Teads ne cachent pas leur intention de se coter dans quelques années. ■

ment à sortir des frontières hexagonales, en s'implantant notamment outre-Atlantique. Dans un schéma aujourd'hui bien connu et suivi avec succès par Criteo par exemple, une partie importante des fonctions de l'entreprise, à commencer par le commercial, s'y installe, tandis que l'équipe technique reste basée en France. « Cela décuple l'exposition aux acquéreurs industriels et financiers », souligne Ilan Elbase, dont la boutique Effective Capital est basée à Paris,

New York et Miami (lire l'encadré p.12). À cela s'ajoute un changement de perception, côté acquéreur. « Il y a trois ans, nous sentions une grande prudence, pour ne pas dire plus, vis-à-vis de la France. Cela a disparu aujourd'hui », assure Francis Lorentz. Parmi les plus gros deals réalisés, les acquéreurs étrangers viennent d'ailleurs tous des Etats-Unis, à l'exception du suisse Roche. C'est le cas de TripAdvisor, RedHat, Invensense, Cheetah Mobile, Perion, Etsy ou encore

Les banques d'affaires traversent l'Atlantique

L'écosystème français du financement de l'innovation se déplace aux Etats-Unis, où se trouvent un marché plus grand et plus mature, des investisseurs et des acquéreurs potentiels plus importants. Des caractéristiques attirant déjà les *start-up* elles-mêmes, qui ouvrent sur place un bureau commercial ou davantage, laissant souvent dans l'Hexagone les seules équipes techniques. Alors que

certains VCs sont également présents localement, depuis longtemps comme Partech et Iris Capital, ou plus récemment à l'image de Newfund via le venture partner Michel Meyer, on assiste désormais à un mouvement des banques d'affaires. Financière Cambon a ainsi ouvert un bureau à San Francisco confié à Romain Gonthier, et Pax Corporate Finance a fait de même à Dallas, avec Laurent-Bernard

Féral. Une assise transatlantique adoptée il y a deux ans par LD&A, via une co-entreprise avec Redwood Capital lui apportant une présence à New York et à Los Angeles. Autre structure implantée des deux côtés de l'océan, Effective Capital, fondée en 2012 par Ilan Elbase, ancien de Financière Cambon, accompagne les entrepreneurs français à la recherche d'investisseurs ou partenaires américains. ■

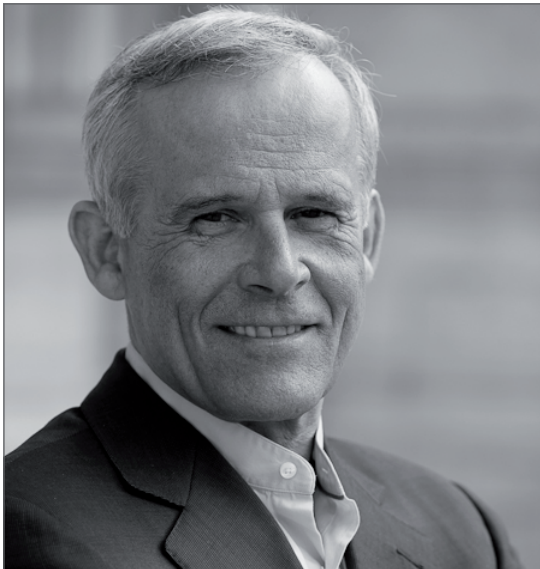


Photo DR

« *Le dégel du marché est incontestable* »

Francis Lorentz, associé de LD&A Jupiter.

Travelclick. Sans oublier Microsoft et Twitter, nouveaux propriétaires de Capptain et Mesagraph respectivement. Une liste qui ne doit pas faire oublier cependant une réalité : le gros du marché des fusac techno hexagonales - incluant les ventes d'entreprises n'ayant aucun investisseur au capital - reste franco-français, à 84 % selon le baromètre 2014 d'APM portant uniquement sur le logiciel et les services informatiques.

Les fonds LBO à l'affût

Moins présents que les industriels, les fonds alimentent également la pompe des sorties. HLD Associés a ainsi mené le tour de 74 M€ de Sarenza, offrant à cette occasion à Amundi PEF

et Galileo Partners une sortie définitive. Si les acteurs du gros capital-développement dans les nouvelles technologies se font encore rares en France, même si la situation évolue avec par exemple Partech, Idinvest, Iris Capital et Time Equity Partners, les investisseurs en LBO n'hésitent pas à se positionner désormais. « La maturité du secteur conduit des fonds généralistes à ne plus exclure l'IT de leur champ d'intervention », explique Grégoire Revenu. La palette d'acquéreurs potentiels augmente, tirant les valorisations vers le haut. « Logiquement, un industriel devrait payer plus cher qu'un fonds. Mais en réalité, les propositions de ces derniers sont assez souvent meilleures que celles des *corporate*, en tout cas européens », indique Michael Azencot, qui rappelle par ailleurs que les fonds financent souvent des sorties partielles d'actionnaires, en rachetant par exemple les VCs et une partie des dirigeants dans une logique de *cash out*. La banque d'affaires a conseillé l'année dernière notamment les actionnaires du courtier en ligne AssurOne, dont Seventure, dans la vente au fonds britannique Anacap. Troisième issue de sortie des investisseurs, les IPO sont clairement boudées sauf s'il s'agit de la santé (lire l'encadré p.11). Le contexte globalement favorable aux sorties devrait perdurer. D'autant que de nombreux



Photo : DR

« Les *corporate* n'ont jamais eu autant d'argent »

Michael Azencot, associé de Financière Cambon.

actionnaires veulent en profiter, quitte à anticiper leur désinvestissement. Et l'arrivée à maturité de la

génération de fonds fiscaux nés à partir de 2008 devrait alimenter le mouvement. Dans ces conditions, les grands groupes français sont attendus pour jouer plus activement leur rôle de consolidateurs. « Les industriels sont incités fiscalement à investir dans les start-up, mais il faudrait les inciter à en racheter », propose ainsi Romain Lavault, associé de Partech Entrepreneur. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ [Tableau de toutes les sorties techno en France depuis début 2014](#)
- ➔ [Internet, moteur des levées techno](#)
- ➔ [M&A : les vendeurs ont tiré leur épingle du jeu](#)
- ➔ [Le M&A reprend des couleurs](#)

PDF

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE

