

Le dual track ou la revanche du plan B

Solliciter le marché pour tester parallèlement deux options stratégiques, comme une levée de fonds et un rachat, devient de plus en plus courant. Et contribue à limiter le risque inhérent à l'investissement dans les startups.

Temps de lecture : minute

13 décembre 2021

Article initialement publié le 9 novembre 2021

Faut-il lever des fonds ? À cette question, la bonne réponse est la réponse D, comme *dual track* (ou double approche en bon français). Ce processus consiste à solliciter parallèlement des investisseurs ou des acheteurs potentiels, de tester l'appétence du marché pour deux options stratégiques différentes : par exemple, mettre en concurrence des fonds d'investissement et des industriels pour trancher entre une nouvelle levée de fonds ou une vente de la société ; mais aussi des fonds de LBO et des industriels (pour choisir entre LBO et vente) ou encore des spécialistes de la cotation et des industriels (afin d'opter entre la Bourse et la vente). " *Pour l'entrepreneur, cela consiste à dire 'je veux regarder ce qui se passerait avec des fonds tout en sachant ce qui se passerait avec des industriels' "*, illustre Romain Dehaussy, associé de la banque d'affaires Cambon Partners.

Le terme a longtemps suscité l'agacement chez les investisseurs, qui ont vu des pépites se vendre au plus offrant alors que des *term sheets* alléchantes leur étaient proposées ou que des perspectives boursières loin d'être ridicules s'ouvraient à elles. La faute à un double phénomène : d'un côté, les industriels émettent des offres de rachat de plus en plus

tôt, pour que la valorisation de l'entreprise convoitée soit encore dans leurs possibilités financières ; de l'autre, une certaine avidité des entrepreneurs qui se laissent tenter par la perspective d'obtenir quelques (dizaines voire centaines de) millions d'euros en vendant leurs parts (*cash out*).

" Ils sont trentenaires, très intelligents, à la tête de boîtes avec d'énormes taux de croissance, ils viennent de familles aisées, n'ont pas un besoin viscéral d'argent et lorgnent pourtant sur le gros chèque "

Un expert des dual tracks qui préfère rester anonyme

Ajoutons à cela le fait que *" le cash out était mal vu en France, il y a encore quelques années "*, comme le souligne François Paulus, partner et co-fondateur du fonds Breega. *" Les investisseurs voyaient cela comme un désintéressement, pensaient que le fondateur ne croyait plus en son projet. "* Force est de constater que les entrepreneurs ne disposaient alors pas de beaucoup d'options pour s'extirper de l'*equity story* de leur propre entreprise. Ils demandaient donc à leurs conseils des *dual tracks*, parfois dans le dos de leurs investisseurs, qui découvraient tardivement le pot aux roses et étaient mis devant le fait accompli par un entrepreneur acquis à l'optique d'une vente.

Un phénomène désormais marginal, grâce à l'inclusion de *cash out* partiels dans les *term sheets* proposées par les investisseurs lors des levées de fonds. *" Le cash out est passé dans les moeurs, confirme François Paulus. Contrairement à ce qui se disait il y a quelques années,*

je constate que cela permet de détendre l'entrepreneur qui n'est plus focalisé sur la seule valorisation de l'entreprise, de lui faire prendre du recul par rapport à son projet. " Et donc de considérer la meilleure option stratégique au regard du développement de l'entreprise - et non de sa seule valorisation à un instant T.

Bien communiquer pour mieux anticiper

*Aujourd'hui, le *dual track* n'est plus une opération qui se fait en douce. " Nous demandons nous-mêmes un *dual track* lorsqu'une de nos participations s'apprête à lever à nouveau, précise le co-fondateur de Breega. Cela nous permet de limiter le risque. " Plusieurs opérations d'envergure ont ces dernières années découlé de *dual tracks* : le rachat de Cheerz par Cewe en 2018, celui de Snips par Sonos en 2019 ou encore celui de Shine par Société Générale l'année dernière.*

*Le *dual track* a donc autant d'intérêt pour l'entrepreneur que pour ses investisseurs, ce qui fait dire à Raphaël Compagnon, directeur exécutif et responsable de la branche Tech et Digital du groupe Edmond de Rothschild que " de manière générale, quand on fait *dual track*, il faut toujours communiquer ". D'autant qu'un *dual track* mal communiqué ou mal compris " peut faire peur à un partenaire financier ". Il s'agit donc de " bien manier le message à envoyer aux investisseurs et aux industriels ".*

*Pour les investisseurs, le *dual track* permet ainsi de tester les perspectives de sortie, d'autant plus quand la participation en question n'a pas le profil d'une future licorne. " Il s'agit de s'ouvrir des fenêtres d'opportunité, atteste Raphaël Compagnon. Les actionnaires disposent ainsi d'un éventail de valorisation de la société en fonction des options et des partenaires financiers. " Utile aussi pour mesurer " si la liquidité de la participation est contextuelle - si elle répond à un besoin de l'industriel à un moment T - ou structurelle - si elle constitue un enjeu stratégique pour l'industriel ". Parfois, le *dual track* s'impose à l'entrepreneur et ses*

actionnaires, si un industriel vient perturber le processus d'une levée de fonds en émettant l'idée d'un rachat, par exemple.

Valider une option privilégiée

Rares sont cependant ceux qui se lancent dans un *dual track* sans une idée derrière la tête. Que l'entrepreneur et ses investisseurs privilégient au départ l'une ou l'autre des options, la double approche permet de valider ou non la piste privilégiée initialement en fonction de l'adéquation des offres avec leurs ambitions. Et, à ce jeu, toutes les entreprises ne jouent pas à armes égales. " *Si la société est rentable et constitue une place forte sur son marché, le dual track sera plus fourni parce que les acquéreurs potentiels seront plus nombreux*, constate Raphaël Compagnion. *Il sera possible de solliciter des industriels qui sont intéressés à la fois par l'aspect stratégique et par l'aspect financier, ce qui élargit le champ des possibles.* " Sans surprise, mieux vaut donc être riche et bien portant que pauvre et malade pour pouvoir espérer un effet levier

Mais que ceux qui se trouvent dans la deuxième catégorie se rassurent, le marché est vaste et il y a des investisseurs ou des acheteurs pour - presque - tous les cas de figure. " *L'essentiel est de comprendre le cahier des charges des uns et des autres* ", affirme Raphaël Compagnion. Ainsi, si les fonds actionnaires ont des impératifs de liquidités ou les entrepreneurs un agenda qui est celui de la sortie, l'expression " à tout prix " prend alors tout son sens : le *dual track* leur permet d'identifier et de choisir le plus offrant, quelles que soient les modalités de l'opération. De l'autre côté, l'industriel peut voir dans une société en petite forme une opportunité de rachat à moindre coût, avec d'importantes perspectives de croissance en cas de synergies, par exemple. Le *dual track* devient alors non seulement la revanche du plan B mais aussi celle des chevaux boiteux qui se rêvaient licornes.



À lire aussi

BSPCE : un dispositif de développement du salariat encore imparfait

Article écrit par Geraldine Russell