

Des licornes à tout prix : entre hérésie, méconnaissance de l'écosystème et raison

Le président de la République Emmanuel Macron fixe un nouveau cap : celui de 100 licornes françaises. C'est une erreur. Et pourtant, le fond est juste, estime Stéphane Azamar-Krier, PDG d'Atscale, dans cette tribune.

Temps de lecture : minute

27 juin 2022

Les licornes sont des entreprises privées valorisées à plus d'un milliard d'euros par des investisseurs eux aussi privés. Ces derniers déterminent cette valorisation selon des critères connus et admis. Cependant, en fonction d'effets simples d'offre et de demande, cet exercice n'en reste pas moins qu'une négociation. Quand 10 investisseurs se battent pour gagner un investissement dans une startup, et bien que tous sachent que le juste prix est de X, la négociation devient une enchère. Et comme dans toute enchère, les prix deviennent parfois déraisonnables.

Les causes peuvent être multiples : des facteurs macroéconomiques, comme des taux d'intérêts faibles et donc une forte capacité à obtenir des liquidités, ou des changements disruptifs de comportements des populations, qui augmentent considérablement les usages des produits de ces sociétés et donc leur traction. Concernant ce second point, la crise sanitaire du Covid a permis à certaines grandes entreprises technologiques de connaître des croissances fulgurantes, dépassant toutes leurs attentes, leur faisant gagner, selon les CEO de ces mêmes sociétés (Zoom, Shopify), "entre 5 et 10 ans" sur leurs plans de développement produits et commerciaux.

Les multiples introductions en bourses qui ont eu lieu, ont, en partie, bénéficié aux investisseurs privés qui avaient investi dans ces sociétés : leur investissement est alors devenu liquide. Une fois que cet argent devient liquide (et donc encaissé) les investisseurs et leurs actionnaires (LPs, Limited Partners, les investisseurs des investisseurs) peuvent réinvestir cet argent. Mais où ? Car il y a alors tant d'argent à réinvestir qu'il est difficile de trouver preneur. C'est alors que les négociations se biaisent nettement en faveur des startups. Beaucoup d'argent à placer, mais pas plus de création d'entreprises qu'hier. Les entreprises reçoivent donc plus d'argent, plus facilement, à des valorisations plus élevées, parfois, beaucoup plus élevées.

Prenons la norme de ce qu'est une valorisation d'une société technologique au Nasdaq. Pré-Covid, le multiple entre le chiffre d'affaires réalisé et la valorisation était compris entre 10 et 20, plus généralement 10. C'est-à-dire que les marchés pensent que si une entreprise réalise 100 millions de dollars de chiffre d'affaires, sa valorisation est de 1 milliard de dollars. Cela peut sembler élevé mais, historiquement, une grande partie des entreprises technologiques cotées en Bourse ont effectivement réussi à faire suffisamment grandir leur chiffre d'affaires pour atteindre ce palier d'un milliard de dollars de revenus. Et les success stories, comme Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft, aident à renforcer cette image de croissance sans limite.

Peu de licornes deviendront des centaures

Malheureusement, les multiples lors du bullrun [une période pendant laquelle la demande en bourse est supérieure à l'offre, N.D.L.R.] de 2021 étaient plus généralement compris entre 30 et 70. C'est à dire qu'une entreprise qui génère 25 millions d'euros de chiffre d'affaires était valorisée à 1 milliard d'euros, si le multiple était de 50 - ce qui est arrivé à plusieurs reprises.

Problème ? Pas de problème ? Problème. Car, s'il n'est pas impossible de penser que certaines de ces entreprises réussiront à se hisser à 100 millions d'euros de chiffre d'affaires en quelques années, une grande majorité n'y arriveront pas. Que se passe-t-il dans ce cas ? L'entreprise prend un "down round" , c'est-à-dire que l'entreprise verra sa valeur baisser lors du prochain investissement. Problème ? Pas de problème ? Problème. Car l'entreprise est alors étiquetée comme sous-performante. Certes, le plus important est qu'elle reste en vie et donc, par conséquent, il est communément admis qu'un down round vaut mieux qu'une liquidation judiciaire.



À lire aussi

100 licornes en 2030 : les VCs jugent l'objectif d'Emmanuel Macron atteignable

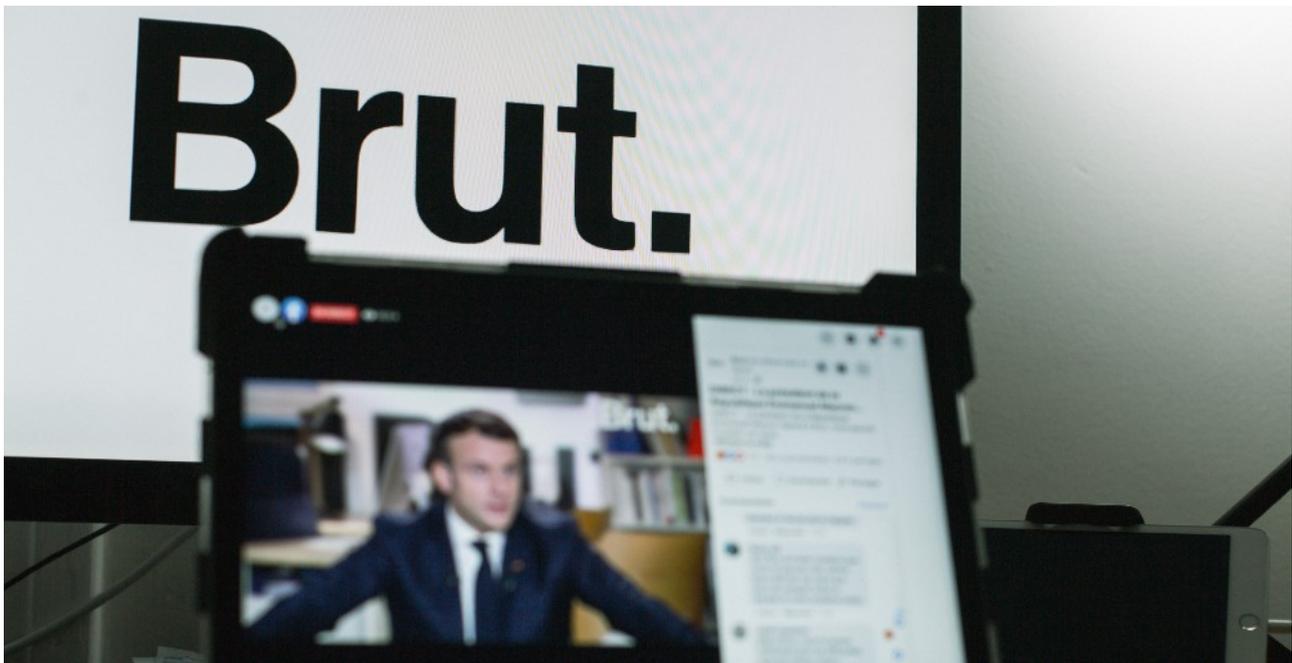
Et pour un Etat comme la France ? Que cela signifie-t-il ? Tout simplement qu'en 2023, sur les 25 licornes françaises, il n'en restera probablement plus que 15. D'autres apparaîtront cependant entre-temps, et nous arriverons probablement à créer 100 licornes d'ici à 5 ou 10 ans. Mais "licorne" est un vanity sticker. Il attire, il brille, mais il n'offre aucune garantie.

D'ailleurs, que font ces mêmes licornes (une partie d'entre elles seulement), lorsque le ciel s'assombrit (crise financière de 2008, crise sanitaire de 2020, crise économique de 2022) ? Elles licencient rapidement et massivement. Car n'étant pas rentables (ou extrêmement rarement), elles ne peuvent se permettre la lourdeur de leur masse salariale sans avoir recours aux levées de fonds tous les 12 à 18 mois. Au risque... d'un down round.

La licorne n'est pas de la poudre aux yeux

Sous le prisme du marché de l'emploi, le problème est mineur, car l'immense majorité des salariés de ces entreprises retrouveront un travail immédiatement vu la tension actuelle sur le marché du tech. Pourtant, l'eldorado réside bien dans la création de géants rentables. C'est à dire des entreprises valorisées 1 milliard de dollars parce qu'elles les valent vraiment, parce qu'elles réalisent 100 millions de dollars de chiffre d'affaires. Ces entreprises sont appelées les centaures.

Alors, licorne est-il synonyme de poudre aux yeux ? Non, bien sûr que non. Les licornes restent les plus belles entreprises de la tech, notamment en France. Mais sur-valorisées, elles sont fortement exposées à des prochains tours d'investissements beaucoup moins glorieux et il ne serait pas étrange que le gouvernement se targue moins dans les douze prochains mois de ce succès qui sera nécessairement en demi-teinte. On parlera probablement peu des entreprises délicornées. Les feeds LinkedIn et les médias spécialisés aiment les paillettes et les succès, moins les histoires difficiles.



À lire aussi

18 startups créées par des Français en passe de devenir des licornes

Les investisseurs, eux, ont déjà déchanté. La grande majorité des mastodontes du secteur ont essuyé des pertes abyssales : Softbank : 13 milliards de dollars, Tiger : 17 milliards de dollars. Et rares sont ceux qui peuvent se vanter d'enregistrer des profits records, tant pendant la période dorée que pendant la crise qui vient de s'amorcer. Les meilleurs élèves, comme d'habitude, avaient anticipé et ont levé des fonds records juste avant la fin de la fête, comme Andreessen Horowitz avec son fond Web3/Crypto de 4,5 milliards de dollars - à titre de comparaison, en France, un gros véhicule d'investissement est de quelques centaines de millions d'euros.

Alors, faut-il des licornes à tout prix ? Il en faut, et ce marqueur reste un marqueur de reconnaissance méritée d'une trajectoire de croissance et de potentiel exceptionnels. A tout prix ? Non. Car c'est mettre à risque ces mêmes sociétés que de les décorrélérer du réel. Le réel étant, in fine, le prix de l'introduction en Bourse.

S'il n'est donc pas hérétique de vouloir des licornes, c'est en tout cas une véritable erreur d'appréciation de ce qui créera demain de la richesse de notre nation. Les centaures représentent d'ailleurs simplement l'étape après la licorne. La licorne espère devenir centaure. Et le centaure espère devenir une entreprise générant plus d'un milliard de dollars de chiffre d'affaires, puis plus de 10 milliards, et demain plus de 100 milliards, comme les Gafam. Il serait donc préférable de regarder la Lune. Aujourd'hui, nous regardons dans les yeux celui qui nous l'indique avec son doigt.

Stéphane Azamar-Krier est le PDG d'Atscale.

Article écrit par Stéphane Azamar-Krier