

Comment lever un tour de série B ?

Jonathan Userovici, investisseur chez Idinvest Partners, dévoile les grandes lignes d'une série B réussie.

Temps de lecture : minute

2 juillet 2019

Retrouvez le billet Medium original (en anglais)

Le tour de série B est souvent considéré comme le tour le plus difficile à lever dans la vie d'une startup. Vous rejoignez vraiment la cour des grands quand vous levez un tour de série B. En 2018, il y a eu 244 opérations de série B en Europe et il y en a déjà eu 125 depuis le début de l'année (à fin mai 2019). Le nombre de tours de série B s'accélère, ouvrant la voie à l'émergence de champions internationaux nés en Europe. Les investisseurs deviennent également de plus en plus confiants et les entrepreneurs de plus en plus ambitieux. Cependant, les opérations de série B sont encore rares.

Je ne peux pas être plus d'accord avec Tomasz Tunguz, associé chez Redpoint Ventures, lorsqu'il écrit : « *la série B est la dernière étape avant de prouver que le cash est le facteur limitant de l'entreprise* ». Votre tour de série B sera couronné de succès si vous trouvez un VC capable de prendre un risque à ce moment de vérité pour votre startup parce que « *elle a un pied de part et d'autre de l'abîme de Geoffrey Moore* », ce moment juste avant d'entrer dans la zone de confiance, le capital-développement, le monde des entreprises matures.

Récemment, Ornikar, qui fait partie de notre portefeuille, a annoncé un tour de série B de 35 millions d'euros, un an après avoir mené la série A

et quelques mois seulement après d'autres tours de série B levés par d'autres sociétés du portefeuille Idinvest : Lunchr (30 millions d'euros), Heetch (34 millions), Malt (25 millions), Lumapps (20 millions), Botify (18 millions), Peakon (18 millions), Wefox (110 millions), Ontruck (25 millions), etc. Nous avons siégé en tant qu'investisseur principal de la série A dans toutes ces entreprises et nous sommes heureux de partager quelques exemples, anecdotes et conseils sur ce que nous avons appris tout au long du parcours !

Qu'est-ce qu'un tour de série B en Europe ?

Le paysage de la série B a considérablement évolué depuis 2013 en Europe, avec une forte augmentation du nombre de tours et du montant total levé. En 2018, il y a eu 244 transactions de série B en Europe pour 4,8 milliards de dollars, soit deux fois plus en volume et quatre fois plus en valeur par rapport à 2013 ! Cette croissance est beaucoup plus rapide que celle des phases précoces (amorçage et série A).

La durée moyenne entre un tour d'amorçage et une série A est de 18 mois contre 20 mois entre un tour de série A et un tour de série B. Le délai moyen atteint son maximum entre les séries B et C (22 mois) puis diminue par la suite.

Si l'on considère les montants moyens levés en série B, on constate une augmentation du ticket moyen qui atteint 15 à 20 millions de dollars contre 10,6 millions de dollars en 2013. Les tours de série A de 2018 sont à peu près équivalents aux tours de série B de 2013, et les opérations de série B sont de plus en plus importantes. Pourquoi donc ?

- Il y a de plus en plus de liquidités locales et internationales sur le marché. La présence accrue d'investisseurs américains lors des tournées de séries B européennes en est la preuve (Battery au capital de Dataiku, Accel chez Algolia, Sequoia chez Tessian...).

- Il y a une concentration du cash VC disponible dans les meilleures sociétés.
- À mesure que la concurrence des VC augmente, ces startups ont tendance à demander plus d'argent frais et sont davantage dans les conditions de collecte de fonds.

À noter : les investisseurs en série B les plus actifs en Europe restent les VC européens.

Le bon état d'esprit pour lever un tour de série B

En moyenne, un nouvel investisseur de série B injectera un ticket de 20 à 30 millions de dollars dans l'opération. Un fonds de capital-risque à la tête de ce type de tour n'est pas seulement un pied dans la porte : ils doivent être convaincus que l'entreprise n'est plus trop risquée ("je ne perdrai probablement pas mon argent") et qu'elle a encore un grand potentiel de croissance pour atteindre un multiple de 10 ou plus.

L'argumentaire de collecte doit se concentrer sur les raisons pour lesquelles la dynamique de l'entreprise rendra le passage à l'acte inévitable. Voici les trois points sur lesquels les VC doivent être convaincus pour que vous puissiez réussir votre série B.

Avoir prouvé que l'on peut devenir l'un des leaders du marché

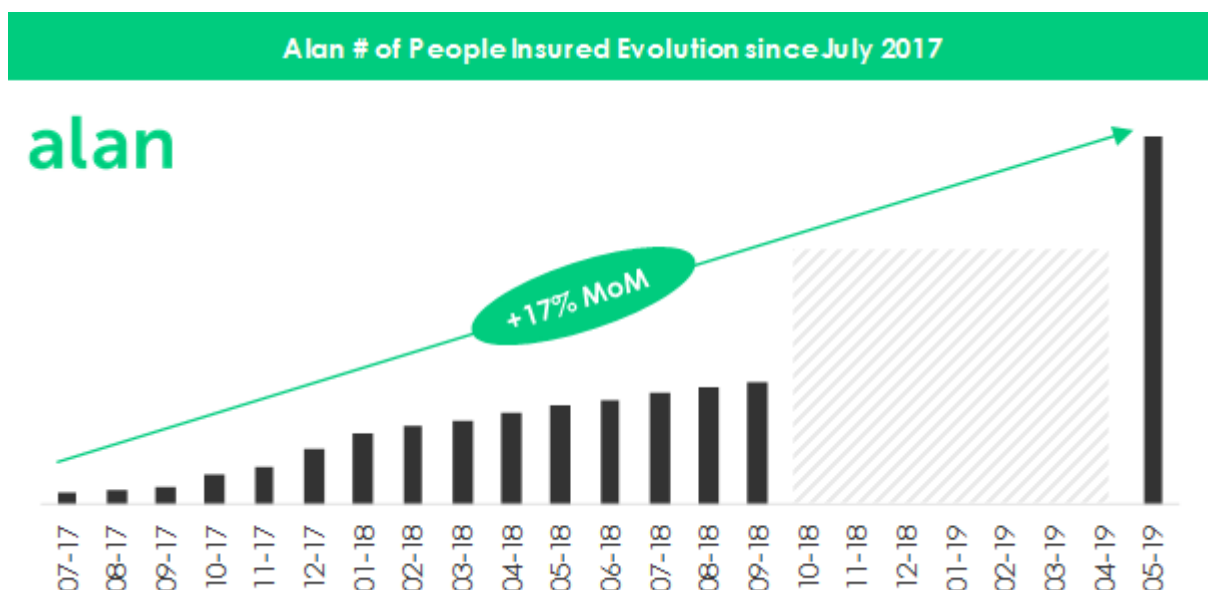
Vous avez prouvé lors du roadshow de la série A que vous aviez un produit qui faisait écho aux besoins de vos clients directs. Ces clients étaient déjà prêts à payer un certain prix, ils le recommandaient à d'autres clients potentiels, etc. Je ne vais pas revenir sur le processus de

création d'une belle série A , il y a des tonnes d'articles et de documentation sur le sujet.

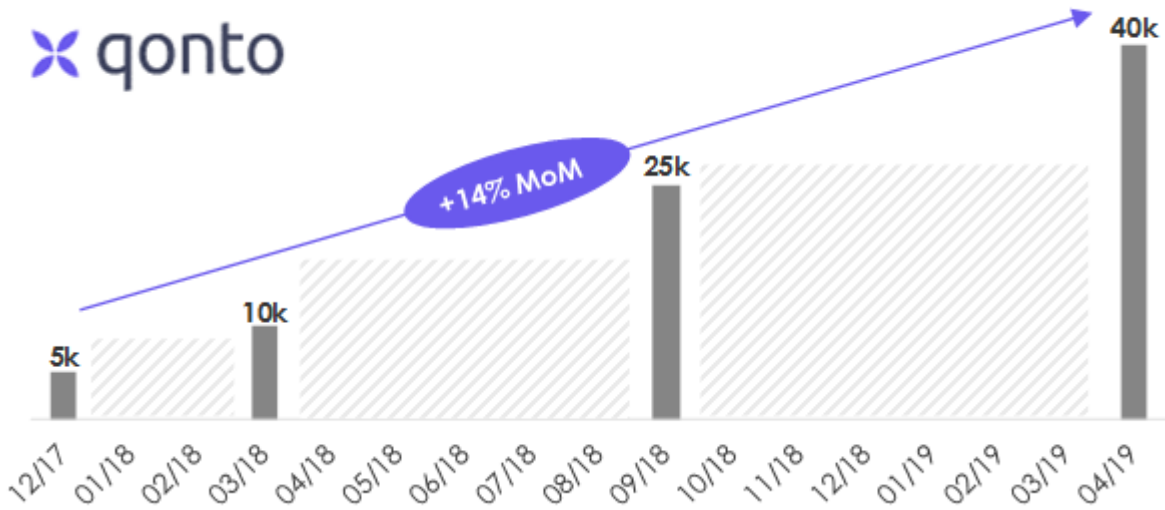
En ce qui concerne le tour de série B, vous devez avoir une bonne traction : 4 à 15 millions de dollars de revenu annuel récurrent pour un SaaS, plus de 50 millions de dollars de valeur annuelle de transactions pour un marché. Vous pouvez afficher des taux de croissance solides : idéalement nettement supérieurs à 50% par an, la trajectoire de croissance idéale en SaaS étant T2D3 : une fois que vous avez atteint 1 million de dollars de revenu annuel récurrent la première année, vous triplez la deuxième année (3 millions de dollars), triplez encore la troisième année (9 millions de dollars), puis doublez la quatrième année (18 millions de dollars), doublez la cinquième année (36 millions de dollars) et doublez encore la sixième (72 millions de dollars).

Les fonds vous chasseront et envisageront de vous soutenir lors de votre cycle de série B s'ils entendent parler d'une croissance supérieure à la moyenne, de réalisations récentes... Ils vous signeront un gros chèque sur la base de promesses de croissance future et de plans ambitieux.

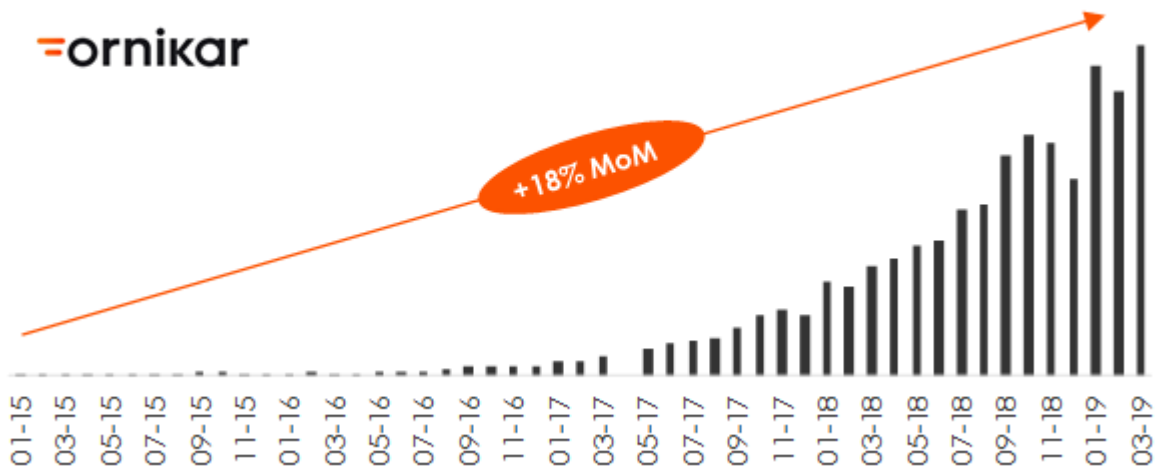
Quelques exemples récents



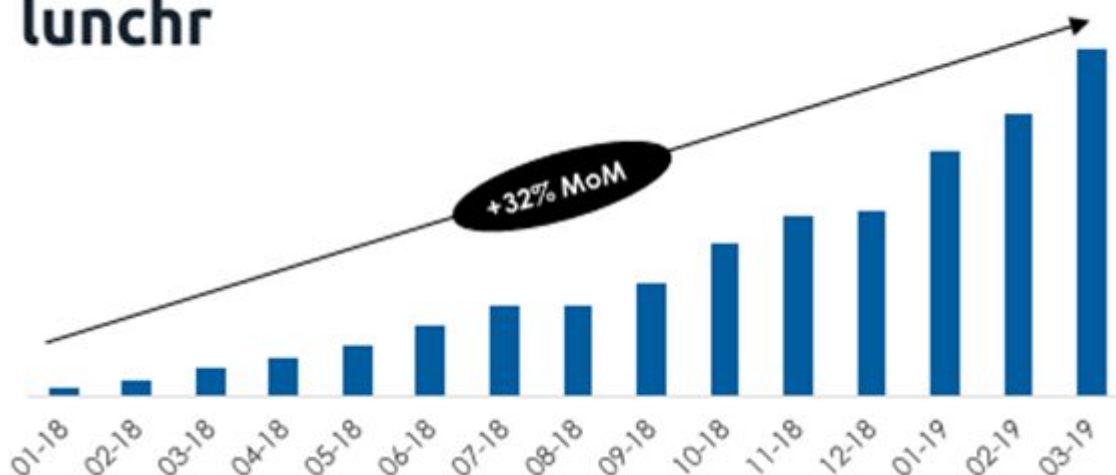
Qonto - Number of Clients Evolution Since Dec. 2017



Ornikar Sales Evolution since January 2015: a Profitable Company while Growing 3x



lunchr



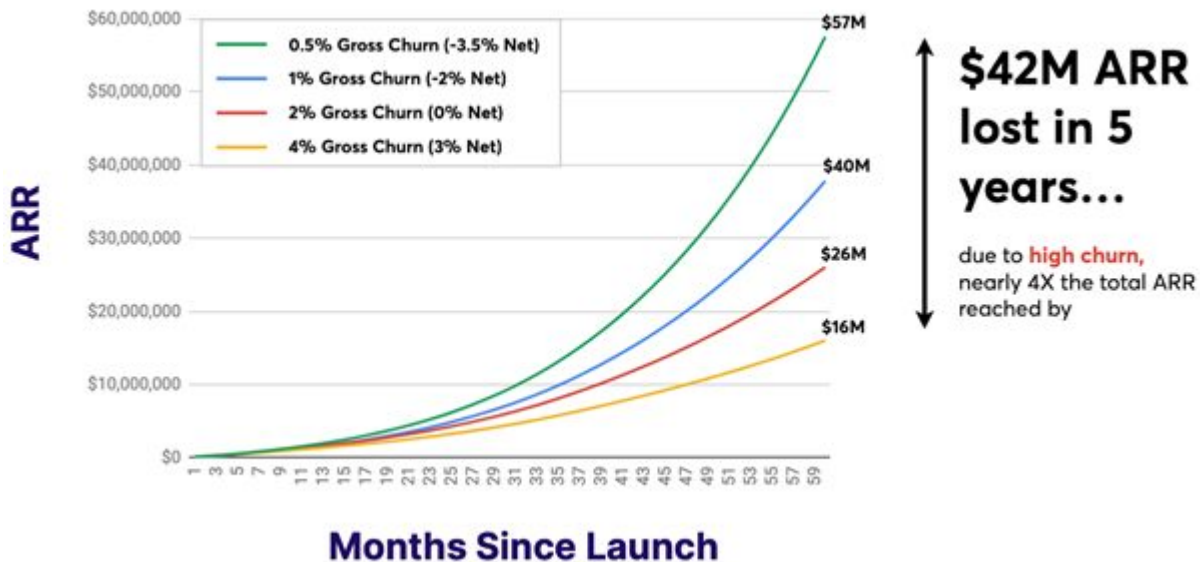
Une croissance saine

La croissance est essentielle mais pas à n'importe quel prix ! Vous avez rassemblé énormément de données et d'indicateurs sur vos clients et vous devez présenter un plan clair pour développer votre activité de manière évolutive et rentable - au moins sur une base de cohorte : rapport prêt-valeur (LTV) > coût d'acquisition client (CAC). Si vous êtes une startup qui perd de l'argent et n'a pas de chemin clair vers la rentabilité à grande échelle, vous ne pourrez pas attirer un investisseur de série B (si c'était le cas, bonjour la bulle technologique !).

Vous devez maîtriser les sujets suivants, avec des données précises et chiffrées :

- CAC : quels sont les canaux d'acquisition ? Quel est le cycle de vente (de chaque canal) ? Quel est votre CAC par canal ?
- LTV : quelle est la marge par client (avec segmentation client : par type de client, géographique...) ? Comment générer des ventes répétées et incitatives pour obtenir un ratio LTV/CAC sain pour chaque canal (rentabilité x3) ?

- Vous avez démontré que plusieurs canaux d'acquisition payants fonctionnent bien et sont évolutifs au moment où vous levez en série B.
- Votre churn net est idéalement très négatif, négatif ou proche de zéro.



Votre startup doit souffrir la comparaison

Les investisseurs savent reconnaître les modèles et les modèles de réussite (c'est notre travail). Dans un tour de série B, il y a généralement déjà de nombreux chiffres sur les métriques qui sont spécifiques au marché que vous abordez : ces données permettront aux VC de vous classer par rapport à votre groupe (top 1%, top 10%, etc.).

Votre travail consiste à les convaincre que vous faites partie du top 1% des opportunités qu'ils voient. Vous pouvez soit démontrer que vous disposez déjà d'indicateurs qui correspondent à la tranche supérieure de 1%, soit que vous avez un plan très clair pour y parvenir. Sachez que ces indicateurs seront comparés aux références du secteur et que des centaines d'autres opportunités seront examinées chaque mois.

Astuce : jetez un coup d'œil aux organismes publics pour mieux

comprendre leur trajectoire de croissance et l'économie des unités à grande échelle.

Votre positionnement marché

À ce stade, vous connaissez l'argument-clé de vente de votre entreprise. En fonction de la taille du marché, le VC peut être à l'aise avec un nombre relativement important de concurrents (par exemple : le marché des scooters en libre-service est potentiellement énorme, de nombreux VC ont accepté de prendre le pari malgré l'émergence d'une concurrence féroce).

Les VC qui examineront votre entreprise doivent comprendre comment vous gagnez des parts de marché, des clients et des contrats (c'est-à-dire bien comprendre l'argument-clé de vente) par rapport à la concurrence :

- Concurrents historiques : anciens mais grands. La plupart du temps, la startup a un meilleur produit avec une belle UX et une technologie plus forte, etc.
- Concurrents récents : y a-t-il des concurrents directs ? L'investisseur doit être convaincu que vous serez le gagnant du marché : meilleure exécution, capacité à collecter plus d'argent, potentiel effet de réseau (data). Soyez honnête et expliquez quels seront les facteurs-clés de succès sur le marché que vous abordez.

Avoir prouvé que vous pouvez recruter et retenir des talents de qualité grâce à une forte culture d'entreprise

La qualité des équipes représente généralement 90% de la thèse d'investissement dans les tours d'amorçage. Elle est encore de 80% dans

les tours de série B. Vous devez démontrer que vous avez su attirer des profils stars à des postes-clés (VP Sales, CMO, CPO, etc.) : pour le dire simplement, un profil star est généralement un senior qui l'a " déjà fait " dans une entreprise qui a réussi.

L'équipe de direction présentée sur le papier joue souvent, consciemment ou inconsciemment, un rôle important dans l'analyse des VC : montrer votre capacité à attirer de plus en plus de talents seniors, des profils complémentaires, une équipe technique/produit solide (tout cela ne concerne-t-il pas le produit ?), une équipe de plus en plus internationale, etc.

Une fois que vous avez atteint votre *product market fit*, votre économie fonctionne et vous avez une bonne vision de la feuille de route produit et technologie ; le goulot d'étranglement sera donc souvent le recrutement. Les meilleurs entrepreneurs le comprennent et sont capables de développer et d'industrialiser les ressources humaines dès les premiers jours :

- Il est essentiel de montrer que vous avez une feuille de route de recrutement pour les 6 à 12 prochains mois et que vous savez comment recruter ces personnes (process).
- L'attractivité de votre startup vis-à-vis des futurs collaborateurs sera évaluée avec ce qui est disponible : appels de référence avec les collaborateurs, cotation sur Glassdoor, bonheur/engagement de vos collaborateurs si vous les mesurez avec des outils, sentiment des sessions de travail réalisées avec vous et la direction lors de la phase de *due diligence*, parcours d'intégration des collaborateurs...

Si vous souhaitez devenir l'un des leaders dans votre domaine, votre marque employeur doit être forte et vous devez montrer à de nouveaux investisseurs potentiels que vous avez compris que cette dimension est clé pour le développement de l'entreprise. De plus en plus d'études le

montrent.

Figure 2. Relative Value of "Best Places to Work" Stock Portfolios vs. the S&P 500



*Note: Annual returns assume annual rebalancing to reflect portfolio definitions.
Source: Glassdoor Economic Research.*

Vous pouvez démontrer que vous n'en êtes qu'au début de l'histoire

Vous avez démontré que les fondamentaux sont tous en place. Il est temps maintenant de vendre du rêve (qui, espérons-le, sera réalisé) sur ce qui va suivre...

Sur la taille totale du marché et le marché auquel vous vous adressez, vous avez prouvé à vos investisseurs de série A que le marché était suffisamment vaste. Montrez aux investisseurs de série B que le marché est suffisamment important pour atteindre des valorisations supérieures à 500 millions de dollars voire 1 milliard de dollars lors d'une sortie (afin qu'ils réalisent un multiple de 10 sur la valorisation post série B). En d'autres termes, vous devez prouver que ce n'est que le début de l'histoire et qu'il y a encore une énorme marge de croissance :

- en vendant à de grands comptes (montrez des logos !) : Peakon avait pour références clients BMW, Easyjet ou encore Verizon ; Lunchr revendiquait plus de 3500 entreprises clientes, dont Axa, Doctolib, Airbnb ou Drivy.
- en attaquant de nouveaux pays : présentez des recrutements ou le début d'un *product-market fit*.
- en montrant un fort potentiel de vente incitative ou en présentant un nouveau produit qui intéresse vos clients.

Votre business plan doit refléter cette ambition et viser un taux de croissance idéalement supérieur à 100% sur l'année. À la différence d'un tour d'amorçage (et parfois même d'une série A), la série B s'appuie également sur des métriques...

The top 3 things investors are looking for in SaaS startups

Series A		
Theme	Count	%
team	14	17.7%
moat	8	10.1%
repeatable sales model	6	7.6%
TAM	6	7.6%
"why now"	4	5.1%
customer references	4	5.1%
product	4	5.1%
dollar retention	3	3.8%
growth	3	3.8%
pipeline	3	3.8%
sales efficiency	3	3.8%

Series B		
Theme	Count	%
dollar retention	3	11.5%
TAM	3	11.5%
competition	2	7.7%
growth	2	7.7%
product	2	7.7%
repeatable sales model	2	7.7%
sales efficiency	2	7.7%
user engagement	2	7.7%

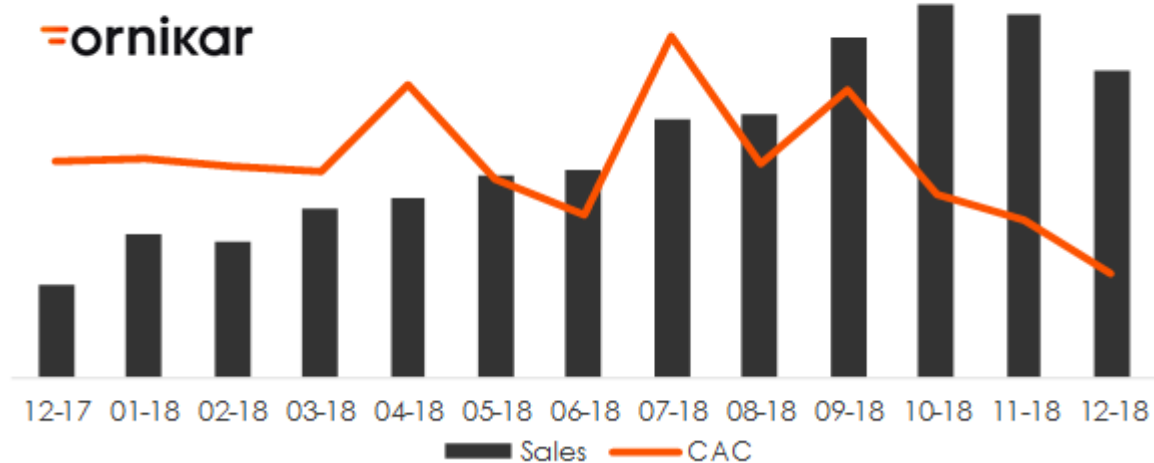
... et les roadshows prennent plus de temps. Pendant le processus de financement, n'oubliez pas vos objectifs mensuels de business plan — même si cela signifie fixer des objectifs légèrement moins ambitieux pendant les semaines durant lesquelles vous levez des fonds. Le fait de

ne pas atteindre ces objectifs peut envoyer un mauvais signal aux nouveaux entrants potentiels qui demandent généralement fréquemment au cours du processus comment le mois en cours se passe (croissance des ventes, KPI, etc.).

Vous pouvez également gagner des points bonus auprès des investisseurs avec :

- des clients connus, " les logos cool " : si vous avez réussi à convaincre Airbnb, Spotify, Netflix, le gouvernement, Société Générale... cela donne l'impression que le produit est meilleur que la concurrence. Ces sociétés ne choisissent pas leurs prestataires de manière aléatoire.
- des clients diversifiés : des startups certes mais aussi des grandes entreprises, de grandes entreprises technologiques, tant dans le pays d'origine qu'à l'étranger.
- une viralité forte dans l'acquisition de vos clients.

Decreasing CAC Despite an Increase in Sales due to the Virality of the Product



- des partenariats ou des intégrations avec des entreprises établies ou en pleine croissance, à l'instar d'Alan avec Livi ou de Lunchr avec Apple Pay.

Chaque levée de fonds est unique

Il n'y a pas une seule levée de fonds qui ressemble à une autre et aucune opportunité d'investissement n'est parfaite, même en série B, C, D, E... Vous avez certainement plus de données en série B qu'en amorçage mais n'oubliez jamais que vous pitchez une histoire : nous avons vu dans notre portefeuille certaines sociétés conclure la série B avec 0 euro de chiffre d'affaires et d'autres ayant du mal à obtenir une *term sheet* avec laquelle elles sont à l'aise malgré des métriques SaaS exemplaires.

N'oubliez pas que la levée de fonds est un exercice commercial (et très similaire à une vente à un grand compte). Comme tout processus, il doit être bien préparé et bien cadencé :

- Choisissez le bon moment pour lever des fonds : l'élan compte également dans la série B. La levée de fonds à la fin d'un très bon trimestre n'est pas une mauvaise idée.
- Construisez un pipeline de VCs qui a du sens : qui a récemment investi dans des startups similaires ? dans une zone géographique similaire ? sur des modèles économiques similaires ?
Pour info, voici les VCs les plus actifs en série B en Europe depuis janvier 2017.



- Préparez la levée de fonds avec une belle histoire de croissance à raconter (formée avec les VCs déjà à bord).
- Dans une série B, vous savez que vous devez fournir un maximum de données : préparez des analyses en amont pour construire rapidement une data room. Soyez prêt car il sera très difficile de changer une mauvaise première impression...
- Commencez le processus avec les fonds que vous aimez le moins (vos seconds choix) pour vous former.
- Essayez d'être sur le radar (sans passer tout votre temps à prendre un café avec chaque VC) avec des investisseurs dans environ cinq à dix fonds qui vous intéressent.
- Ne négligez pas les associés qui vous contactent directement : ils peuvent pousser votre entreprise dans leur organisation car ils sont le premier filtre

Même s'il existe des indices de référence, chaque série B est unique et de nombreux facteurs influenceront le succès et la valorisation d'un tour de financement. S'agissant d'un tour d'amorçage ou de série A, il est important de créer de la concurrence sur un deal. Soyons honnêtes : le battage médiatique, la perception qu'il y a de la concurrence sur le deal,

avoir reçu plusieurs *term sheets*, la FOMO... joueront un rôle.

If a VC is good to go, what will influence valuation?



Exemples de séries B européennes récentes



Chez Idinvest, nous aimons soutenir les entrepreneurs très tôt (dès l'amorçage ou la série A). Et nous les suivons en général à travers tout leur voyage (série B et au-delà !). N'hésitez pas à me contacter si vous construisez un projet ambitieux : ju@idinvest.com.