

Comment fonctionne un fonds d'investissement ?

Jean-Charles Kurdali, ex-CEO de Fetch et désormais derrière le podcast "Dans la tête d'un VC", livre quelques clés pour mieux comprendre les fonds d'investissement.

Republication de juillet 2019

Dans la vie d'une startup, la levée de fonds est un exercice important. Les entrepreneurs ont dans la majorité des cas un désavantage d'informations et de connaissances vis-à-vis de leurs interlocuteurs que sont les fonds d'investissements. J'utiliserai le terme "fonds d'investissement" pour désigner les fonds de capital risque (venture capital en anglais, ou VC) qui correspondent aux fonds dédiés au financement de startups.

J'ai été entrepreneur. J'ai fait des levées de fonds. Et pourtant, je n'avais jamais compris exactement comment fonctionne un fonds d'investissement. J'avais une idée vague du fait qu'ils étaient à la recherche de startups qui peuvent devenir des licornes (valorisation égale ou supérieure à 1 milliard de dollars) et que leur métier consistait avant tout à savoir et à devoir dire non à 99,5% des startups. Les connaissances acquises depuis m'auraient été utiles avant, pendant et après mes levées de fonds.

Qui finance les fonds d'investissement ?

À la différence des business angels qui sont des individus qui investissent leur propre argent, les VC investissent l'argent de personnes physiques et morales. Ces financiers sont appelés *limited partners* (ou LP's). Un investisseur

souhaitant créer son fonds d'investissement va devoir convaincre une multitude de LP's de financer sa structure.

Les LP's peuvent être :

Des institutions : banques, grands groupes, family offices, fonds de pensions...

Des individus : entrepreneurs, industriels, investisseurs, toute personne avec un important patrimoine financier.

En moyenne, la création d'un fonds d'investissement – et surtout son financement – vont prendre entre une et deux années. Vous pouvez constater que le processus est plus long que celui d'une levée de fonds d'une startup (entre 3 et 9 mois). Cela va nécessiter la plupart du temps plus de 200 premiers rendez-vous avec autant de LP's puis de multiples rendez-vous pour convaincre les LP's d'investir.

Comment est structuré un fonds d'investissement ?

Les LP's vont investir dans une société de gestion qui va être gérée par le ou les *general partners* (ou GP's).

Les GP's sont responsables de la société de gestion et donc du fonds d'investissement. Leurs responsabilités sont référencées dans un document qui lie les GP's avec les LP's : le Limited Partnership Agreement ou LPA. Ce document contient :

les termes du partenariat

la stratégie d'investissement du fonds

les responsabilités des GP's et des LP's.

Quel est le modèle économique d'un fonds d'investissement ?

Un fonds gagne de l'argent de deux manières : une permet de se payer pendant la durée de déploiement de l'argent du fonds et une permet de récompenser la performances des investisseurs.

C'est la règle du 2/20.

1/ Les *managements fees* de 2% : chaque année, le fonds d'investissement va pouvoir payer ses coûts de fonctionnements (salaires, bureaux, déplacements etc) en utilisant 2% du montant total du fonds.

Si vous êtes dans un fonds de 100 millions d'euros, 2 millions sont alloués chaque année aux dépenses du fonds. Ces *managements fees* vont être utilisés pendant environ 7 ans, soit 14 millions d'euros sur les 100 millions.

2/ Le *carried interest* de 20% : c'est à la fin du bal qu'on paie les musiciens ? Pas tout à fait vrai dans le monde du VC mais pas loin. Les GP's se partagent les profits du fonds avec les LP's une fois que le fonds est clôturé, entre 10 et 12 ans après sa création.

80% des profits du fonds sont retournés aux LP's

20% des profits vont aux GP's (et à l'équipe du fonds selon la répartition interne).

Cela permet d'aligner les intérêts entre les parties prenantes d'un fonds d'investissement et c'est avec le *carried interest* que les investisseurs peuvent faire des gains substantiels (devenir millionnaires et plus si affinités).

Comment et quand les fonds sont-ils déployés ?

La durée de vie d'un fonds est de 8 à 12 années. Celle ci est composée de deux phases :

1/ Les investissements initiaux pendant les cinq premières années

Le fonds d'investissement va déployer 40 à 60% de son argent disponible dans des startups qu'il va devoir sourcer, analyser et financer. En général, un fonds d'investissement va effectuer entre 20 et 30 deals durant cette période. Ce qui correspond à une moyenne de 4 à 6 deals par année. Vous comprenez maintenant pourquoi un fonds va bien plus souvent vous dire "non" que "oui" après vous avoir rencontré.

2/ Les réinvestissements ou follow-on

Le Venture Capital est un métier à risque – du point de vue de l'investissement. Chaque fonds va voir une partie de ses startups ne pas réaliser le potentiel espéré lors de l'investissement initial.

Le fonds va garder une réserve pour financer les startups qui réussissent le mieux lorsque celles-ci font d'autres tours de financements. Cela permet au

fonds d'éviter de se faire diluer entre les tours et d'optimiser ses multiples sur ses potentiels gagnants.

Il y a plusieurs écoles selon les typologies de fonds d'investissement (taille et stade d'investissement) mais la réserve pour ces deals est de l'ordre de 40 à 60% du total du fonds.

Retour sur investissement et performances des fonds

Les LP's investissent dans ce type de fonds avec l'ambition d'avoir un retour sur investissement supérieur à ce que peuvent proposer d'autres placements moins risqués. Un retour classique attendu par les LP's va être autour de 2,5 ou 3 fois le montant investi. Un fonds de 100 millions d'euros va donc devoir faire entre 250 et 300 millions d'euros, soit 150/200 millions d'euros de plus value.

Il y a plusieurs éléments à tirer de cette analyse :

- plus le fond est gros, plus il est difficile d'avoir un multiple de 2,5 ou 3

- le fonds va mécaniquement être à la recherche de startups ayant le potentiel pour atteindre une forte valorisation et/ou une vente conséquente dans les 5 à 7 ans.

Prenons l'exemple d'un investissement pour un fonds de 100 millions d'euros qui investit dans une startup à hauteur de 2,5 millions d'euros contre 20% du capital (valorisation à 12,5 millions d'euros post money). Cette startup effectue ensuite deux autres levées de fonds avant de se faire racheter pour 150 millions d'euros, cinq ans après l'investissement initial du fonds. Après les deux levées de fonds, le fonds ne détient plus que 12,8% du capital - en considérant que les deux levées de fonds entraînent des dilutions de 20% chacune. Le fonds va donc récupérer 12,8% de 150 millions d'euros, soit 19,2 millions d'euros. Cela donne un multiple de 7,8 sur cet investissement. Un beau résultat mais bien insuffisant pour retourner l'argent du fonds.

Évidemment le fonds va investir dans une vingtaine d'autres startups mais la réalité du monde des startups fait que sur 20 à 25 investissements, seulement une poignée d'entre elles vont réaliser un multiple significatif, la majorité des startups ne vont jamais rien retourner aux fonds et une autre partie va retourner entre x1 et x3.

C'est la réalité mathématique d'un fonds d'investissement et celle ci oriente les choix des investisseurs. Voilà pourquoi toutes les entreprises ne peuvent se faire financer par des VC. Lever des fonds avec des VC va vous obliger à prendre une trajectoire permettant à votre startup de se faire racheter

plusieurs centaines de millions ou milliards d'euros, le tout dans un horizon inférieur à 10 ans, plus probablement 5 à 7 ans.

Si des VC voient des erreurs, n'hésitez pas à me contacter sur LinkedIn pour m'en faire part et je ferai les modifications nécessaires. Lire le post originel sur Medium

Découvrir le podcast "Dans la tête d'un VC"

Article écrit par JEAN-CHARLES KURDALI