

INVESTIR DANS LES START-UP: X 100 OU RIEN

**MES STRATÉGIES
GAGNANTES POUR
PROFITER DE TOUTES
LES OPPORTUNITÉS**



Gabriel Jarrosson

INVESTIR DANS LES START-UP: X 100 OU RIEN

MES STRATÉGIES
GAGNANTES POUR
PROFITER DE TOUTES
LES OPPORTUNITÉS

MAXIMA

Éditorial : Guillaume Clapeau et Margaux Lidon
Fabrication : Bertrand Thevenot
Conception graphique de la couverture : Studio Dunod
Mise en pages : Lemuri-Concept

© Maxima, 2023

Maxima est une marque de Dunod Éditeur
11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff

ISBN 978-2-8188-1165-8

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Sommaire

Introduction	7
--------------------	---

Partie I

Plongée dans le monde des start-up

Chapitre I – San Francisco s’allume	17
---	----

Chapitre II – Les start-up françaises	35
---	----

Chapitre III – La bonne époque pour investir	53
--	----

Partie II

Passage à la pratique

Chapitre IV – Où trouver des start-up?	65
--	----

Chapitre V – Comment convaincre une start-up de te laisser investir?	73
---	----

Chapitre VI – Investir au Y Combinator	85
--	----

Chapitre VII – Mon objectif fou	97
---------------------------------------	----

Partie III
Investir (les critères d'investissement)

Chapitre VIII – C'est gratuit	105
Chapitre IX – Comment rater 200 millions d'euros	107
Chapitre X – Les qualités d'un dirigeant	115
Chapitre XI – Évaluer la valeur d'une start-up	121
Chapitre XII – Démarche commerciale prévisible	131

Partie IV
La méthode ETA

Chapitre XIII – Digitalisation et effets d'échelle	141
Chapitre XIV – La traction	157
Chapitre XV – Les avantages injustes	171
Chapitre XVI – Le monde à l'heure des start-up	179
Conclusion	187
Annexes.....	189

Introduction

Given a ten percent chance of a 100 times payoff, you should take that bet every time. But you're still going to be wrong nine times out of ten. We all know that if you swing for the fences, you're going to strike out a lot, but you're also going to hit some home runs. The difference between baseball and business, however, is that baseball has a truncated outcome distribution. When you swing, no matter how well you connect with the ball, the most runs you can get is four. In business, every once in a while, when you step up to the plate, you can score 1,000 runs. This long-tailed distribution of returns is why it's important to be bold. Big winners pay for so many experiments¹.

Jeff Bezos

1. «Si vous avez une probabilité de 10% d'un gain de fois 100, vous devriez prendre ce pari à chaque fois. Mais vous allez toujours vous tromper neuf fois sur dix. Nous savons tous que si vous tapez la balle très fort, vous allez frapper souvent dehors, mais vous allez aussi faire quelques *home run*. La différence entre le baseball et les affaires, cependant, est que le baseball a une distribution des résultats tronquée. Lorsque vous frappez la balle, quelle que soit la qualité de votre connexion avec celle-ci, le maximum de points que vous pouvez obtenir est de quatre. En affaires, de temps en temps, lorsque vous montez au créneau, vous pouvez marquer 1 000 points. Cette distribution à longue traîne des rendements est la raison pour laquelle il est important d'être audacieux. Les paris gagnants rendent ces multiples expériences très rentables.»

À l'automne 2020, je rencontre le créateur de Jeeves, une start-up fintech (technologie dans le domaine de la finance) et je lui dis que je suis partant pour investir 500 000 dollars avec Leonis Investissement², le club d'investissement que je dirige (sur une valorisation de 16 millions). Après quelque temps, il me fait une réponse inhabituelle: ils ont trop d'argent et trop d'investisseurs, ils ne vont donc pas pouvoir accepter l'investissement de 500 000 dollars de Leonis. « Mais, ajoute-t-il, si tu veux tu peux investir 5 000 dollars à titre personnel. » Ce que je fais, bien que déçu. Je me dis que c'est intéressant d'avoir un poste d'observation.

En mars 2022, Jeeves lève 180 millions de dollars sur une valorisation de 2,1 milliards de dollars. La valeur a été multipliée par 131 en dix-huit mois et ma participation par un multiple entre cinquante et cent (il faut tenir compte des dilutions³).

Bien sûr, je suis dégoûté de n'avoir pas pu faire profiter les membres de Leonis Investissement de cette opportunité. Mais bon, c'est la vie, et Leonis réalise quinze investissements par an tous aussi prometteurs que Jeeves. Mais la meilleure nouvelle de cette histoire n'est pas la plus-value que je vais peut-être empocher un jour (pour cela il faut

2. Pour en savoir plus sur ce terme, rendez-vous en fin d'ouvrage.

3. La dilution dans l'investissement en start-up fait référence à la réduction de la participation d'un investisseur dans une entreprise en croissance en raison de l'émission de nouvelles actions ou de la vente d'actions existantes à d'autres investisseurs.

attendre un *exit*⁴). Non, la bonne nouvelle est que cette histoire est possible et dissymétrique.

Lorsque l'on investit, on peut perdre jusqu'à 100% de son investissement. Dans le cas où l'on perd, bien sûr. La question à se poser est de savoir combien peut-on gagner dans le cas où l'on gagne? Dans les placements prétendument sûrs (monétaire, obligataire) le risque de perte est faible et l'espérance de gain nulle. En Bourse, le risque de perte est réel (il arrive que les grands indices perdent 50%) et l'espérance de gain modérée (10% par an). Dans le cas de l'investissement dans des start-up, le risque de perte est réel (jusqu'à 100%) mais l'espérance de gain est bien plus importante (10000% dans le cas d'un multiple de 100). Les start-up peuvent même rapporter 1 000 fois la mise initiale ou jusqu'à 10 000 fois dans les cas les plus exceptionnels. Autrement dit, l'espérance de gain est cent fois, voire mille fois supérieure au risque de perte. C'est ce facteur qui rend l'investissement dissymétrique.

4. Dans l'investissement en start-up, un *exit* (ou sortie en français) est le processus par lequel un investisseur réalise un retour sur investissement en vendant sa participation dans une entreprise en croissance. L'*exit* peut se faire de différentes manières, notamment :

- Acquisition: une entreprise plus grande achète la start-up, offrant ainsi aux investisseurs la possibilité de vendre leur participation.
- Introduction en bourse (IPO): la start-up est introduite en bourse, permettant ainsi aux investisseurs de vendre leurs actions sur le marché public.
- Rachat de la participation des investisseurs: dans certains cas, la start-up ou d'autres investisseurs peuvent racheter la participation des investisseurs.

Les start-up constituent des placements dissymétriques, tel est le thème de ce livre. Cependant avec un thème sous-jacent : les start-up réintroduisent la dissymétrie dans un monde qui en a besoin. Au XIX^e siècle, le monde économique a découvert la croissance qui empêchait la stabilité. Mais cette croissance est apparue de moins en moins continue. Faite de bulles, de krachs, d'à-coups, d'innovations spectaculaires, de récessions, l'évolution économique montre davantage de discontinuité que de continuité, de chaos que d'ordre, de dissymétrie que de symétrie. Et c'est grâce aux start-up et les Gafa qu'un monde meurt et qu'un autre essaie de naître.

Cette émergence chaotique du nouveau et de son ordre sous-jacent me fascine. Les start-up me fascinent car elles reflètent notre façon actuelle de voir le monde. Je ne fais pas partie de ceux qui prédisent toujours la prochaine crise. Au contraire je suis un optimiste : je vais chercher dans ces pages à voir ce qui se passe dans le monde des start-up et le profit que l'on peut en tirer.

Mon pari est que la dissymétrie n'est pas due au hasard. Pourquoi les champions du monde de poker sont toujours les mêmes personnes d'une année sur l'autre et pas des joueurs aléatoires à chaque tournoi ? Les cartes sont distribuées aléatoirement lors de chaque partie. C'est la preuve que le poker n'est pas un jeu de hasard mais un jeu de compétences. De même, pourquoi les plus grands fonds d'investissement en start-up sont ceux qui investissent systématiquement dans les meilleures start-up et rapportent infailliblement le plus d'argent à leurs investisseurs ? Le discernement peut apprivoiser le chaos, le hasard, la chance. Chacun peut tirer profit

de la dissymétrie car le fait qu'une start-up réussisse n'est pas une question de chance. C'est une question de méthode et de critères. Le chaos n'est qu'apparent. Le discernement peut détourner la dissymétrie à l'avantage de l'investisseur, en trouvant les meilleures start-up. Dans ce livre, je raconte comment ma passion pour les start-up s'est doublée d'une froide analyse sur l'investissement.

Viens avec moi, je t'emmène dans l'univers des start-up. Nous y découvrons que le placement dans les start-up est le plus dissymétrique qui soit. Et donc que l'on peut brancher son cerveau sur une source de gains asymétriques. Si nos raisonnements sont les bons, cela veut dire qu'on se connecte directement à la planche à billets.

Dans la première partie, nous verrons ensemble pourquoi c'est le moment d'investir, quoi qu'en disent les médias et quel que soit le moment où tu liras ce livre. Dans la seconde partie je te montrerai concrètement comment démarrer pas à pas, même si tu pars de zéro. Enfin, dans les parties trois et quatre, je te partagerai mes critères d'investissement précis qui te permettront, année après année, de sélectionner des pépites pour développer ton capital le plus rapidement possible.

Ce livre existe pour deux raisons :

- ▶ **Raison 1** : pour qu'un jour tu décides d'investir avec moi dans les start-up de la Silicon Valley.
- ▶ **Raison 2** : pour que tu aies des résultats dès aujourd'hui afin de vouloir retourner à la **Raison 1** le plus tôt possible.

Comme tu vas le voir, je vais être transparent et te transmettre le plus de choses possible concernant l'investissement

au travers de ce livre. La raison est simple : « Si tu veux prouver aux gens que tu peux les aider, aide-les. »

Je veux t'aider.

Pour ça, j'ai décidé de te partager les clés me permettant d'investir avec succès depuis des années, et les concepts économiques qui en découlent.

Ce sont les techniques que j'ai utilisées personnellement pour gagner plusieurs millions d'euros de bénéfices avec seulement quelques milliers d'euros d'investissement initial. Ce que tu vas découvrir a changé ma vie, et les bénéfices que j'en ai tirés sont bien plus que financiers.

Je veux la même chose pour toi.



À retenir

- Depuis plusieurs siècles, les actions d'entreprises créent de la richesse pour leurs propriétaires.
- Plus l'entreprise grossit, et plus elle grossit vite, plus la création de richesse est importante et rapide.
- La Silicon Valley a perfectionné ce modèle d'hypercroissance via l'accès au capital (levées de fonds) et représente une opportunité d'enrichissement unique pour les investisseurs.
- Il est important de sélectionner les start-up correctement. C'est l'objet de ce livre.

Introduction

J'espère sincèrement que tu passeras à l'action après avoir lu ce livre. J'y ai distillé des enseignements actionnables, les leçons apprises après dix années d'expérience à avoir fait toutes les erreurs possibles. Ceci est un livre sur l'investissement, bien sûr, mais le but de te faire gagner de l'argent est de t'apporter de la sérénité, de la tranquillité d'esprit et la liberté de faire de ta vie ce que tu veux.

C'est donc un immense privilège de partager avec toi ce que je sais. J'espère que cela t'incitera à investir pour changer le monde et changer ta vie.

Si tu lis ce livre et décide de franchir le pas d'investir dans les start-up de la Silicon Valley, rejoins-nous ici :

www.leonis.vc

À ton succès,
Gabriel



Partie I

Plongée dans le monde des start-up



Chapitre I

San Francisco s'allume

Août 2019 : je débarque à San Francisco.

Je suis face à Pascal au café : le *Peet's Coffee* en plein centre de San Francisco, à une rue de *Union Square*. Le *Peet's Coffee* est l'épicentre des start-up, une institution à San Francisco, là où les entrepreneurs viennent élaborer leurs projets. On y croise toujours des dizaines de jeunes entrepreneurs qui pianotent sur leur ordinateur portable. Beaucoup de milliards de valorisation¹ ont été conçus ici. Pascal est établi dans la Silicon Valley depuis longtemps. Il fait la même chose que moi, il a un club d'investissement. Mais bien sûr, il est beaucoup plus gros, beaucoup plus *successful*, il connaît tout le monde, tout le monde le connaît. Il est dans la place. Bref, il est là où je n'ose même pas rêver être un jour. Il a réussi tout ce à quoi j'aspire.

1. La valorisation est la valeur d'une entreprise. La valorisation de Google indique combien « vaut » Google.

Je te présente Pascal: la quarantaine, accessible, super sympa, en t-shirt et baskets à l'américaine bien qu'il soit français. L'entretien se fait en français. On parle. Je remarque qu'il me traite comme un égal bien que nous ne le soyons pas (dans le monde des investisseurs). Il a perdu cette culture française qui consiste à marquer les inégalités de statut et de dignité par d'infimes petites marques de comportement condescendant parfaitement repérables. Et cela me rassure, me met à l'aise. Lui, c'est un ponte et moi un tout-petit, mais dans ce monde il n'y a pas, semble-t-il, de différence.

Bref, on parle.

Je lui explique ce que je fais, il m'explique ce qu'il fait. Il comprend très vite; après tout, nous faisons la même chose. Il a la gentillesse de se montrer presque impressionné par ce que j'ai réussi à faire tout seul depuis la France. Je vois qu'il me trouve capable de me bouger et d'entreprendre.

Il me propose d'investir ensemble: ça va être un premier accès à du *deal flow*² pour moi.

Ces moments avec Pascal ont changé ma vision du monde. Je me suis dit: c'est possible. Il est sympa, il n'est pas bête, il a réussi. Mais au fond, me dis-je aussi, je ne suis peut-être pas plus con que lui, ce qu'il a fait je peux le faire. Donc c'est possible. On dit que la différence entre le réel et le possible c'est que le réel est observable et que le possible ne l'est pas. Là, j'avais la chance d'observer le possible,

2. Le *deal-flow* fait référence au nombre de propositions d'investissement qui sont présentées à un investisseur pour un éventuel investissement.

de lui faire traverser le plafond de verre qui le sépare du réel. Une chance que j'étais obstinément décidé à saisir fermement.

Il a fait exactement ce que je veux et dois faire et je suis déjà sur le bon chemin. Je me suis dit: «Mon coco, c'est bien mignon ce que tu fais en France mais tu peux et tu dois aller jouer en ligue des champions.» J'ai compris que j'en avais les compétences et les capacités.

Le plus intéressant pour nous investisseurs, c'est de bien clarifier ce que sont nos thèses d'investissement. Pourquoi investir dans cette boîte-ci et pas dans cette autre? Nous échangeons sur nos thèses d'investissement et j'ai trouvé dès ce premier entretien que les siennes étaient très intelligentes. En fait, je le savais même avant puisque je le connaissais par son travail et que c'est la raison pour laquelle je l'avais contacté. J'avais vu que c'était un Français qui faisait de super investissements dans la Silicon Valley.

Quand on investit, on a des convictions et on a tendance à penser qu'elles sont forcément bonnes. C'est pour cela qu'on les a adoptées, n'est-ce pas? Du coup, on a tendance à penser que ceux qui ont les mêmes convictions que nous sont très bons tant il est vrai que les gens qui sont d'accord avec nous sont plus brillants que les autres. N'est-ce pas? Mais il ne faut pas pour autant oublier de se confronter à ceux avec lesquels on n'est pas d'accord, pour clarifier son analyse, pour s'assurer que notre désaccord est argumenté et pas seulement affaire d'humeur ou d'intuition. Bon, Pascal me semblait très fort sur l'investissement et donc très sympathique. Ça matche entre nous et c'est très agréable, on se comprend.

Restait à regarder cela avec un peu de froideur dans la chaleur californienne du mois d'août. Pourquoi l'ai-je trouvé si intelligent ? Premièrement, il était dans la Silicon Valley, ce qui n'était pas mon cas. En disant cela j'ai l'air de ressasser une obsession mais ce n'était pas mon cas et ce n'était le cas d'aucun investisseur à Paris. Lui, il a pigé où ça se passe, il y a été, il a déménagé. Deuxièmement, il accorde la priorité au choix des équipes. Il m'explique qu'il investit d'abord sur des personnes. C'est pour ça qu'il vit là, pour rencontrer les entrepreneurs. Il connaît tout le monde et tout le monde le connaît.

Je me rends compte en discutant avec Pascal que nous sommes dans la situation inverse l'un de l'autre. Moi j'ai de l'argent à investir (un peu) mais pas assez de *deal flow* de qualité à mon goût (on verra que j'ai en fait beaucoup de *deal flow*, mais pas de start-up françaises, ce qui est rarement à mon goût). Je cherche donc avant tout des start-up dans lesquelles investir, alors que lui est tellement connu qu'il a dix ou cent fois trop de start-up. C'est d'ailleurs pour ça qu'après notre rencontre il va bien vouloir m'en passer.

Ceci nous lance dans une réflexion aiguë ou pointue sur la sélection. Il a trop de dossiers de bonnes, de très bonnes start-up sur lesquelles investir, plus qu'il n'a d'argent pour investir. Comment sélectionner ? Je me rends compte en l'écoutant de l'abondance de projets, de bons projets. Je m'en doutais bien sûr, mais comme pour Saint-Thomas, c'est plus facile de voir pour croire. Et plus encore quand il s'agit d'argent.

Pascal ne me parle que de gens. «J'ai rencontré Untel, c'est quelqu'un de talentueux. Untel c'est quelqu'un de

vraiment... » Il m'explique ce truc qui vient du Y Combinator³ : « Qu'est-ce que le fondateur a compris, quel est le secret qu'il détient que personne d'autre ne comprend ou ne connaît dans son industrie? » Il m'explique ça et il me donne des exemples. « Tu vois j'ai investi dans telle boîte alors que personne n'y croyait, mais j'ai investi parce qu'il y avait ceci ou cela. Et aujourd'hui c'est une licorne. Si j'ai investi, c'est parce que j'ai rencontré les gars au début, je les ai écoutés, regardés dans les yeux, face à face, et j'ai compris qu'ils avaient un secret sur leur métier. »

Leçon d'économie pratique en direct d'une autre planète. Pascal investit dans l'économie digitale à très forte croissance, dans les start-up qui sortent des meilleurs incubateurs. Enfin les trucs qui sont devenus pour moi une banalité et qui à l'époque l'étaient moins. D'où l'avantage injuste, la scalabilité, la traction et autres joyeusetés sur lesquelles je reviendrai. « Purée le mec il a tout compris! Purée le mec, quoi! » Ce n'est pas tant que je suis bluffé, c'est surtout que je suis en phase, à l'aise avec sa façon de raisonner. Comme deux mécaniques qui s'ajustent spontanément.

Comme il me traite d'égal à égal (un bon point) qu'il semble estimer ce que je fais (un deuxième bon point) et que nos situations sont complémentaires (un troisième bon point), il me propose de coopérer. Il voit une opportunité dans le fait de travailler avec moi. Outre que mon ego n'y est pas insensible, cela objective la valeur de mon

3. Le plus grand incubateur du monde basé à San Francisco. Nous y reviendrons.

travail. Ce gars a un succès de fou, pourquoi cela l'intéresse donc de travailler avec moi qui ne suis qu'un vermisseau dans son univers ?

Il me dit qu'il va m'envoyer les *deals* dans lesquels il a investi pour que j'y investisse aussi. Cela a donné par exemple *Simplecast*⁴ où il y a déjà eu un *exit*. Il me propose aussi de monter un fonds d'investissement de Français qui investissent aux États-Unis, ce que nous ne ferons pas finalement.

Je suis sorti de là et je me suis juste dit : « C'est possible. » *Yes I can*, comme Obama sous la présidence Trump. Pourquoi ne pourrais-je pas le faire, j'ai déjà toutes les briques élémentaires ? C'est possible, trois mots simples qui ont changé ma vie. Transformation intérieure importante.

Deux heures de ma vie qui auront eu un fort impact. Un exemple alternatif d'investissement à impact.

Mais je vais un peu vite en besogne. Un petit *flash-back* s'impose.

Retour à Roissy, avant de décoller pour San Fransisco.

En 2019, mon club Leonis Investissement, qui réunit des particuliers pour investir dans des start-up qui leur serait inaccessibles, existe depuis deux ans. À l'époque, j'investis environ 150000 € par start-up avec et grâce aux membres du club. J'investis dans des start-up françaises et je me suis dit, en me décidant à prendre mon billet d'avion, que je pourrais peut-être le faire avec des start-up de la Silicon Valley. Le mot qui compte en l'occurrence est « peut-être ».

4. Une start-up d'hébergement de podcast, aux États-Unis.

Je n'en suis pas sûr. Tel est d'ailleurs le lot de l'investisseur : toujours décider sans jamais être sûr de rien. J'ai déjà fait deux investissements aux États-Unis depuis la France (dans des start-up américaines créées par des français), mon idée n'est donc pas farfelue.

Mais au fait, quelle est mon idée ?

Une idée simple à énoncer mais qui cache une complexité sous sa rassurante clarté : il y a beaucoup plus de bonnes start-up dans lesquelles investir, à San Francisco ou à Paris. J'ai cette idée, plutôt cette conviction. La complexité du sujet qui peut en voiler la clarté est de définir ce qu'est une « bonne » start-up dans laquelle investir.

Mais déjà à ce moment, il ne s'agit pas d'une simple croyance subjective mais d'un savoir constitué. Je sais que la Silicon Valley est le paradis des start-up parce que j'observe son écosystème depuis la France. Pas besoin d'être sur place. Mon sujet, en venant à San Francisco, n'était pas de me faire une opinion car ma conviction était déjà bien rivetée au réel. Je me disais plutôt que, moi, justement je ne baignais pas dans ce réel. J'étais un *outsider*, pas un *insider*. Un joueur de foot n'a pas besoin de connaître le PSG pour savoir que c'est là que jouent les meilleurs et qu'il doit ambitionner de jouer dans ce club.

Une deuxième rencontre me fut essentielle : Rob. Là on n'est plus dans le centre prestigieux de San Francisco mais à Palo Alto, un peu plus bas dans la Silicon Valley et juste à côté de Stanford, que j'ai eu du mal à rejoindre à cause de ma confiance excessive dans les trains régionaux américains. Deux heures de train dans une chaleur d'enfer, je me liquéfie, il n'y a pas de « maison bleue accrochée à la colline »,

pas de Maxime Le Forestier. Seulement la Silicon Valley, des petites villes avec des maisons et des jardins, à l'américaine.

Mais enfin je rencontre Rob, ancien et rude militaire qui habite dans la Valley. On boit un jus et on se balade. Il dirige un club d'investisseurs aux États-Unis, un des plus gros clubs. Il est assez connu dans le milieu de l'investissement. Comme pour Pascal, on ne se connaît pas, je lui ai écrit un mail et il a accepté de me voir. Avant mon voyage, j'avais écrit une cinquantaine de mails pour solliciter des rendez-vous: cinq personnes ont accepté de me recevoir dont Pascal et Rob. L'entretien se passe en anglais, ce qui ne me pose pas de problème.

On discute. Super bon feeling. Je lui pose des questions sur lui, il me pose des questions sur moi. Nous comprenons assez facilement l'un et l'autre ce que nous faisons respectivement puisque nos métiers se ressemblent beaucoup.

Il me dit qu'il est impressionné par ce que je fais et ça m'étonne. Je ne comprendrai la raison que quelque temps plus tard. Moi je me dis que Leonis c'est cool, mais eux me disent que c'est « Waouh ». Je dis à Rob: « Attends, ce n'est pas si incroyable. » Il me répond: « C'est incroyable. » À l'époque, j'ai à peu près quatre-vingts membres dans mon club et j'investis des tickets de 150 000 €, ce que je trouvais petit. J'ai compris plus tard que pour les États-Unis, c'était déjà de grosses sommes. Les clubs aux États-Unis investissent en général entre 100 000 et 300 000 dollars.

L'entretien se passe bien mais il ne me propose rien, il ne vient pas me chercher. Je me dis que moi je vais aller le chercher en jouant cartes sur table. Je lui dis que je n'ai pas

accès à assez de bons projets et c'est ça mon problème. Il me répond, légèrement amusé par ma mine de poussin qui sort de son œuf: «Mais tu sais, le problème dans la Silicon Valley ce n'est pas de trouver les projets, c'est de trouver l'argent.» Je l'avais déjà senti avec Pascal, mais Rob me le dit cash, en une phrase simple, un sujet, un verbe, un complément et l'idée est emballée. «Des bons projets, il y en a partout.» Cette idée contient pour Leonis une ouverture majeure comme nous allons le voir.

Je me dis que c'est bizarre, nos problèmes sont inverses. Je sens qu'il y a peut-être une compatibilité mais il se garde bien de me proposer quoi que ce soit. Il me laisse venir. Vers la fin je lui dis: «Je voudrais bosser avec toi. Tu as des projets super dans lesquels tu veux investir, moi je n'en ai pas assez et j'ai de l'argent à investir. Qu'est-ce qu'on peut faire?» Rob ne perd pas le nord et me répond: «Et qu'est-ce que j'ai à y gagner? J'ai beaucoup travaillé pour être là où j'en suis, pourquoi te ferais-je cadeau des fruits de mon travail?» Questions légitimes, même si la façon de les exprimer ne relève pas exactement des formulations indirectes et contournées qui ont cours en bordure de Seine. Je saisis la balle au bond et je lui demande ce qui pourrait l'intéresser.

On tombe d'accord: s'il m'apporte un projet et que j'investis dedans, je partage le *carried interest*⁵. La répartition: 5% pour lui 15% pour moi. Je lui laisse un quart du *carried interest* comme rémunération d'apport d'affaires. On fait un deal. Chacun y trouve son intérêt.

5. Le *carried interest* est la partie de la plus-value à la sortie qui revient au fonds d'investissement, l'usage veut qu'il soit en général de 20%.

On se tape dans la main: «Ok je vais t'envoyer des deals.» On se quitte là-dessus, je me dis que c'est génial, qu'il va m'envoyer des deals. J'étais trop content. J'étais venu aux États-Unis en me disant que peut-être avec un peu de chance j'allais trouver quelques deals – et je trouve Rob qui me dit: «C'est certain je vais t'envoyer beaucoup de deals.»

La suite de cette histoire est intéressante et donne un éclairage sur cet entretien, un éclairage qui m'a échappé sur le moment. Elle se déroule plusieurs mois plus tard.

Tout d'abord, je dois dire que Rob a fait ce qu'il a dit, il m'a envoyé des deals, beaucoup de deals, comme il l'avait dit et de bonne qualité, comme je l'avais espéré.

Il me présente plusieurs entrepreneurs et finalement, en novembre 2019, j'investis dans une des entreprises: *Sail Internet*, un fournisseur d'accès Internet innovant à Palo Alto dont le dirigeant s'appelle Kevin Fisher. J'ai parlé avec Kevin, j'ai décidé d'investir, tout s'est bien passé. J'ai appris plus tard par Kevin que Rob l'avait appelé pour lui demander comment cela s'était passé.

- «Alors je t'ai présenté Gabriel.
- Ouais, ouais.
- Il est bien Gabriel?
- Ouais, ouais.
- Et il est intéressant?
- Ouais, ouais.
- Il a investi?
- Ouais, ouais.

- Mais il t'a dit qu'il allait investir ?
 - Ouais, ouais.
 - Mais il l'a fait ?
 - Ouais, ouais.
 - Mais il a vraiment signé les papiers, t'es sûr, c'est bon, c'est validé ?
 - Ouais, ouais.
 - Mais il t'a dit qu'il envoyait l'argent ?
 - Ouais, ouais.
 - Mais tu ne vas jamais recevoir le virement, tu as reçu l'argent ?
 - Ouais, ouais.
 - Mais l'argent est sur ton compte ?
 - Ouais, ouais.
 - Waouh, il t'a envoyé l'argent, c'est incroyable !
 - Ben, évidemment, pourquoi il ne m'aurait pas envoyé l'argent ?
 - Eh ben je n'étais pas sûr qu'il le ferait. »
- Il s'agissait de 150 000 euros.

Rob est revenu vers moi après ce coup de fil. Sans me donner de détails (que je tiens de Kevin), Rob me dit simplement: « Ok j'ai eu Kevin, il m'a dit que ça s'était bien passé, je vais pouvoir t'envoyer plus de deals. »

Ceci montre qu'au cours de ce premier entretien, Rob ne m'a pas pris assez au sérieux pour être sûr que j'avais de l'argent à investir, mais suffisamment quand même pour m'envoyer des deals. Il fallait qu'il me teste car sans doute

ne manque-t-il pas de rencontrer des beaux parleurs qui lui promettent monts et merveilles sans qu'il n'y ait rien de tangible au-delà des paroles. On peut avoir du panache sans avoir de la substance. À ce moment et seulement à ce moment, Rob m'a classé dans la catégorie des types qui font ce qu'ils disent et donc avec lesquels on peut dealer. Qualité indispensable en Californie, le paradis du deal.

À partir de ce moment, nous sommes devenus assez copain... à distance grâce au Covid-19. Il s'est rendu compte qu'il pouvait compter sur moi et vice-versa. Il n'a plus hésité à m'envoyer de très bons deals, il est devenu ma source la plus précieuse. Il m'a envoyé des dizaines de deals dont cinq dans lesquels j'ai investi avec Leonis.

Mon club a donc augmenté en taille plus vite que le sien. Pour le dernier deal que nous avons fait ensemble, Leonis a investi 450 000 dollars. Un mois après il m'appelle. « Au fait, tu as investi ?

- Oui j'ai investi.
- Notre deal tient toujours (pour les 5%) ?
- Oui notre deal tient toujours.
- Au fait tu as investi combien ?

– 450 000 ! » Et là, il a explosé de joie. « Quoi ? 450 000 ! Mais c'est génial ! Mais comment t'as fait ? C'est incroyable. » Parce que lui, il investissait encore des tickets de 100 000 ou 150 000 dollars. Il a plus de mal que moi à lever de l'argent parce qu'en Californie, il y a une forte concurrence, beaucoup de personnes cherchent à faire ce qu'il fait.

Cela a renforcé nos liens car il a immédiatement vu que 5% de *carried interest* sur un investissement de 400 000 a le

même potentiel que 20% de *carried interest* sur un investissement de 100 000. Il a donc tout intérêt à me filer des deals.

Le Gabriel dans l'avion du retour n'est pas tout à fait le même que le Gabriel dans l'avion de l'aller. À l'aller, je me disais : « Bon, je vais voir. » Je ne m'attendais à rien de particulier. Au retour, je me dis que mon monde a changé et que Leonis a changé pour toujours. Mon club va basculer dans la Silicon Valley parce que les meilleurs deals sont là et que je vais y avoir accès. Après cela, je n'ai quasiment plus fait un seul deal français. C'est comme une sortie de la caverne.

Ici, quelques précisions et nuances s'imposent. Dire que les start-up françaises sont dans la caverne est un propos injuste et modérément bienveillant. Il y a en effet des start-up françaises remarquables de mon point de vue et l'émergence des fameuses licornes françaises le prouve. Je développerai dans un chapitre ultérieur les raisons pour lesquelles j'investis peu dans les start-up françaises et les biais que je vois sur ce marché. Mon propos n'est pas ici de dénigrer la France qui ne le mérite pas mais d'argumenter mes choix à partir de données factuelles.

Je connaissais et je connais des investisseurs dans les start-up en France. Pascal et Rob m'ont paru d'un bois bien différent de leurs homologues français. Mes contacts français n'ont pas l'ambition d'investir aux États-Unis alors qu'ils voyagent aux États-Unis et qu'ils parlent anglais. Ils ont des actions Amazon et Google mais pour les start-up, ça reste « en bas de chez eux ». Comme s'ils avaient des œillères par rapport à la mondialisation, un dernier bastion qui

résiste victorieusement à l'envahisseur. Un coin du cerveau réservé au village gaulois avec Astérix qui surveille l'entrée.

Il me semble que 99% des investisseurs français dans les start-up investissent d'abord pour défiscaliser, ce qui implique d'investir en Europe (y compris en France). Or, investir en Europe uniquement pour défiscaliser n'a pas de sens. Tu vas économiser 25% d'impôt pour le bonheur de planter les 75% restants. En France, l'État accepte généreusement de participer pour 25% à ta perte. Si un placement a besoin d'un avantage fiscal pour être souscrit, c'est qu'il ne doit pas être si bon que cela. Que ceux qui pensent que je caricature et exagère prennent le temps de regarder les performances des fonds innovation conçus et commercialisés par les grands réseaux bancaires français auprès de leurs clients il y a une dizaine d'années. Ces fonds sont maintenant débouclés et on en connaît la performance. Ce n'étaient pas en effet des placements risqués car le risque de gagner était nul.

La presse économique est d'ailleurs assez discrète sur ce sujet. Compterait-elle les grands réseaux bancaires parmi ses annonceurs?

Quand il s'agit des impôts, les Français ont tendance à oublier les mathématiques:

- ▶ J'ai 100 à investir. Je peux choisir de payer 25 d'impôts et d'investir les 75 restants, ou d'investir 100 en France via la défiscalisation.
- ▶ $100 - 25 = 75$. Mais je veux investir 100 et ne payer aucun impôt.

- ▶ Mais tes 100 vont aller à zéro d'un côté, alors que mes 75 vont devenir 1 000 de l'autre.
- ▶ Ah non, ça ne marche pas cher monsieur, car sur les 925 de plus-value il y aura un impôt.

Deuxième différence entre les investisseurs français et les investisseurs américains: ils investissent plutôt sur les produits physiques et moins sur le digital. Certes pas toujours et pas tout le monde, mais on observe quand même cette tendance. Dans l'inconscient ou le conscient français, on a du mal à admettre que ce qui n'a pas de forme, de couleur, d'épaisseur, ce qui ne se touche pas, a quand même de la valeur. Il est facile de comprendre qu'un bien industriel, une voiture, un meuble, etc., a de la valeur – une valeur généralement liée à son coût de production – mais comment évaluer la valeur d'une chose aussi évanescence qu'une plateforme, un réseau, un logiciel, un brevet, etc.? «Chose» qui n'est justement pas une chose.

Ce n'est pas un crime d'investir dans des entreprises qui font des produits physiques, mais je remarque en observant les États-Unis que ce n'est pas toujours là où les investisseurs gagnent le plus. Pour une raison qui m'apparaît de plus en plus clairement, qui va devenir centrale dans ma vision (et dans ce livre) et que je développerai plus loin. Une raison dont je n'entends jamais, mais absolument jamais parler en France. De ce point de vue, la Californie m'a ouvert les yeux.

On dit que cette préférence des Français pour le tangible viendrait du scandale de Law en 1720 – où la chute du système rend les Français durablement méfiants à l'égard du papier-monnaie – puis des assignats pendant la Révolution

française; où à nouveau le papier-monnaie en a ruiné plus d'un. L'épargnant a payé cher pour apprendre à se méfier de la valeur du papier. La France est un des pays développés où on investit le plus dans l'immobilier et le moins en Bourse. L'épargnant aime la pierre qu'il peut voir et toucher de sa main plus prudente qu'avide.

Si l'on associe la valeur à la matière, il est difficile de croire à la valeur de quelque chose d'aussi immatériel qu'un *goodwill*⁶, ce que l'on retrouvait dans les systèmes de comptabilité. Dans les normes IFRS⁷ (d'origine américaine), on n'amortit pas les *goodwill* d'acquisition alors que dans les normes françaises on les amortissait, considérant l'évanescence de cette valeur.

Je comprends donc dans l'avion du retour que Leonis change. Parce que sa stratégie change. Parce que le *mindset* de son fondateur, moi en l'occurrence, vient de changer.

J'entends bien le ridicule que l'on peut trouver à ce propos de poussin qui sort de l'œuf. «Eh bien Gabriel tu as découvert qu'il y a plus de bonnes start-up dans la Silicon Valley qu'en France. Quelle étonnante nouvelle! Fallait-il vraiment faire 8953,34 km pour trouver ce que tout le monde sait déjà?» Certes mais là j'ai vu, j'ai touché, j'ai compris que c'était possible.

6. Le *goodwill* est un concept comptable qui représente la différence entre le prix d'achat d'une entreprise et la valeur nette de ses actifs. En d'autres termes, le *goodwill* est la valeur attribuée à l'image de marque, à la réputation, aux relations clients, à la qualité des employés, aux brevets et autres actifs incorporels de l'entreprise.

7. International Financial Reporting Standards.

Ce n'est pas mon idée du réel qui a changé, c'est d'abord mon idée du possible. Je savais bien avant de partir ce qu'était la réalité de la Silicon Valley sur les start-up. C'est même parce que j'avais une idée assez juste de ce réel que j'ai pris l'avion et parcouru les 8953,34 kms. Ce que Pascal et Rob ont changé, ont même bouleversé, c'est mon idée du possible dans le réel.

Or nous n'agissons pas en fonction de notre idée du réel mais en fonction de notre idée de ce qui est possible dans le réel.

Tant que tu ne l'as pas vu, même si tu le sais, tu ne le crois pas vraiment en ce sens que tu n'agis pas avec ce savoir, tu n'en fais rien. Pascal et Rob me parlent de boîtes dans lesquelles ils ont investi et qui sont en train de devenir des licornes et donc qui rapportent dix, cent ou mille fois leur mise. En France, personne ne m'a jamais parlé de ça.

Ces futures licornes ont accès aux meilleurs talents, accès au financement, un plus grand marché, tout de suite une ambition internationale. Donc des entreprises qui se développent plus vite en s'en donnant les moyens.

On peut investir dans des start-up qui certes, valent cher, mais qui se développent très vite. Alors qu'en France les start-up se développent plus lentement et donc valent moins cher.

Je reviens avec la conviction qu'un nouveau monde est en train de naître là. Pour être plus précis, je reviens avec cette conviction parce que je suis parti avec. Je le savais depuis un moment et c'est la raison de ce fructueux voyage.

Oui, c'est dans la Silicon Valley que s'invente le monde de demain, c'est dans la Silicon Valley qu'il y a le plus d'innovateurs dans le digital. C'est le hub de l'innovation, même s'il y a ailleurs de bonnes start-up. Bien sûr, on peut croiser des Français à Tokyo mais on en croisera toujours plus à Paris car Paris est un hub de Français.

Je n'avais pas vu depuis Paris qu'une start-up peut devenir une licorne en trois ans.

J'étais un *outsider* de ce monde, mais en revenant j'ai senti que je pouvais devenir un *insider*.

Voilà les turbulentes idées qui m'agitaient l'esprit dans l'avion du retour.