

## **Capital-risque, ou comment financer les entreprises**

Jacques Bonvin\*

Le Temps, lundi 4 septembre 2000

### **La Nouvelle Economie a consacré un nouveau mode de financement des entreprises : le capital-risque (venture capital). Quelques conseils pour optimiser cette phase-clé du développement d'une start-up.**

La globalisation et l'explosion des nouvelles technologies ont engendré l'entreprise à (très) forte croissance et par conséquent la nécessité pour de jeunes sociétés en développement de lever très vite des fonds considérables. Le processus de financement des entreprises s'est ainsi accéléré et les structures traditionnelles ont été bouleversées : le capital-risque moderne est né.

Etape quasiment incontournable du développement d'une start-up, la phase de capital-risque préfigure le plus souvent l'entrée en bourse (IPO-Initial Public Offering) ou la vente de la société, qui l'une comme l'autre marquent le passage au stade d'entreprise adulte.

#### **Plusieurs phases**

On distingue habituellement, tant sur le plan opérationnel que sur le plan financier, quatre phases principales dans la vie d'une start-up.

La première phase est celle de la conception du produit et de la création de l'entreprise. Dans cette phase de lancement, les fondateurs disposent de moyens financiers limités : leurs propres économies, celles de leurs familles et de leurs amis ("E, F & F" – "Entrepreneur, Family and Friends"), et le cas échéant des fonds de "mécènes" publics ou privés (fondations pour l'innovation ou autres).

La deuxième phase, dite de développement du produit, nécessite la recherche d'un financement extérieur. C'est dans cette phase qu'interviennent les incubateurs et les business angels, des particuliers fortunés : les premiers offrent un cadre de développement (locaux, services administratifs, etc.), les seconds le capital d'amorçage (seed capital) et leur expérience personnelle.

Vient ensuite la phase de validation du produit et, avec elle, la nécessité d'obtenir un capital de développement nettement plus important. C'est l'ère du capital-risque proprement dit. La start-up se tourne (souvent à plusieurs reprises) vers les sociétés de capital-risque, les fonds d'investissement, les banques d'affaires, voire le public (par voie de direct public offering, une sorte de bourse privée, par exemple). Cette troisième phase est déterminante tant sur le plan de l'activité de l'entreprise que sur celui de sa structure de financement. C'est en effet à ce moment que la société adolescente joue son avenir: son entrée dans la phase de développement du marché, concrétisée le plus souvent par l'entrée en bourse ou la vente de tout ou partie de la société, qui marquent la quatrième et dernière phase.

Le point commun à toutes ces étapes est l'absence presque totale du crédit bancaire, qui s'explique par plusieurs raisons. Tout d'abord, les ressources de la société sont entièrement consacrées à son développement et il n'y a dès lors pas ou peu de place pour le paiement d'intérêts. Ensuite, les établissements de crédits exigent des garanties personnelles des fondateurs, souvent inacceptables pour ces jeunes entrepreneurs. Enfin, les banques elles-

mêmes n'acceptent de prendre des risques considérables qu'en échange de possibilités de gain correspondantes, ce qui passe le plus souvent par une prise de capital.

### **Un schéma classique**

Par définition, le capital-risque se caractérise par une prise de participation dans la start-up. En règle générale, ces participations sont minoritaires, à tout le moins dans les premiers tours de financement.

L'initiative de la mise en relation des fondateurs de la société et des capital-risqueurs vient le plus souvent de la start-up qui, sur la base d'un mémorandum d'information, sollicite des investisseurs potentiels (soit directement, soit lors de réunions organisées à cet effet, comme les First Tuesdays, ou lors de roadshows) ou s'adresse à des intermédiaires (consultants, banques d'affaires, fiduciaires, avocats, bourses aux investissements sur internet, etc.). Parfois, c'est la société de capital-risque qui approche la start-up, par exemple par intérêt pour une technologie particulièrement innovante. Les parties règlent les modalités des négociations et signent le cas échéant une lettre d'intention ou un "term sheet" qui définit les grandes lignes de la transaction envisagée et contient un accord de confidentialité.

La société de capital-risque procède alors à une due diligence, à savoir l'audit de la start-up, sur les plans financiers, comptables et juridiques. En parallèle, les parties négocient les détails de la transaction. La question centrale est évidemment celle de la valorisation (valuation) de la société. En pratique, la société commence par définir ses besoins de financement. Ensuite seulement, les parties discutent de la valorisation de la société, qui permettra de déterminer la part du capital revenant au nouvel investisseur et la dilution correspondante des actionnaires existants.

Le contrat de souscription contient les éléments essentiels de la transaction et précise les conditions de l'entrée dans le capital (augmentation de capital, prime d'émission, correctifs éventuels, etc.), voire celles relatives aux investissements futurs. Il n'est pas rare que les capital-risqueurs imposent un financement en plusieurs étapes (milestones) conditionné à la réalisation de certains objectifs. Le contrat contient ou est doublé d'un accord particulier sur les assurances et garanties (representations and warranties) données par les fondateurs (et la société). Celles-ci, bien qu'habituellement moins complètes qu'en matière de vente de société, tendent néanmoins à être de plus en plus détaillées.

### **La convention d'actionnaires**

Le contrat essentiel pour l'avenir de la société est la convention d'actionnaires qui liera les fondateurs, les éventuels investisseurs existants et les nouveaux investisseurs et précisera leur mode de fonctionnement. Avec le capital-risque moderne est apparu un nouveau type d'accords. Dans les conventions d'actionnaires traditionnelles les éléments essentiels concernent l'organisation et le fonctionnement de la société, le développement de son activité ainsi que la répartition du pouvoir (accords de vote). En matière de capital-risque, l'élément financier est prépondérant. Bien que l'on retrouve les accords usuels en matière de vote, l'objectif n'est pas tant d'assurer une gestion et un contrôle conjoints, que de garantir aux investisseurs un droit étendu à l'information et des protections pour le cas où l'investissement tournerait mal. Les protections demandées (majorités spécifiques, droits de veto, information et reporting, clauses de non dilution, etc.) sont souvent similaires à celles que l'on trouve dans

les contrats de prêts. L'essentiel pour les fondateurs est alors de conserver le contrôle de la société dans la limite des droits et protections accordés aux investisseurs.

Plus caractéristique encore de ces nouveaux contrats, les accords sur les investissements futurs et de clauses de sortie (exit). Il est ainsi fréquent de prévoir des règles précises sur une possible vente de la société ou sur une IPO (avec des échéances de 2 à 5 ans). Un point est alors très discuté : les clauses de restriction au transfert des actions (droit de préemption, clause de sortie conjointe, etc.). Ces clauses prévoient par exemple que l'actionnaire qui désire vendre ses actions doit d'abord les proposer aux autres actionnaires et/ou leur proposer de vendre leurs parts en même temps, aux mêmes conditions. Très souvent les capital-risqueurs insistent pour une pleine et entière liberté sur leurs parts, alors que les fondateurs entendent conserver un certain contrôle sur l'actionnariat de la société (pour éviter par exemple l'arrivée de concurrents).

Par ailleurs, on négociera le plus souvent en détail les conditions d'emploi des employés-clé, y compris les termes d'un éventuel plan d'intéressement (stock-option plan). Les investisseurs exigeront le plus souvent des fondateurs et du personnel-clé qu'ils se lient à la société pour une certaine période (notamment par un système de restrictions au transfert des actions et à l'exercice des stock-options) et surtout qu'ils souscrivent à des clauses de non-concurrence et de non-sollicitation à leur départ de l'entreprise.

### **Un apport considérable**

En plus du financement vital pour le développement de la société, le capital-risque permet de consolider la structure de l'entreprise. La start-up doit en effet adapter son organisation et sa gestion pour satisfaire aux exigences des capital-risqueurs en termes de planification et de reporting notamment; dans la plupart des cas, elle s'appuiera sur le savoir-faire de ces derniers, d'où l'intérêt de bien choisir ses investisseurs.

Cette réorganisation coïncide souvent avec la phase dite de pré-IPO, à savoir la phase d'évaluation et de développement du projet d'entrée en bourse, qui dure habituellement de quatre mois à deux ans. L'objectif principal est alors très clair : l'entrée en bourse.

\*Etude d'avocats Tavernier Tschanz  
[www.tavernier-tschanz.com](http://www.tavernier-tschanz.com)