

Start-up dans la tourmente: restructurations et financements de crise

Jacques Bonvin*

Le Temps, lundi 12 mars 2001

Avec la crise du Nasdaq et la perte de confiance des investisseurs envers les dotcoms, l'euphorie entourant la Nouvelle Economie est retombée. Les annonces d'entrée en bourse ont été remplacées par des annonces de restructuration. Trouver un financement auprès des capital-risqueurs est devenu sinon plus difficile, à tout le moins plus onéreux.

Il n'est plus un jour sans entendre parler des difficultés de la Net Economie, de la dégringolade du Nasdaq, de la débâcle des sociétés Internet, de faillites et de restructurations de start-ups.

L'euphorie outrancière a fait place à un alarmisme tout aussi exagéré. Il n'en demeure pas moins que la Nouvelle Economie connaît une phase de restructuration et de réorganisation. Le financement des entreprises technologiques est devenu plus incertain. Les investisseurs sont désormais plus prudents et plus sélectifs.

Restructuration ou réorganisation ?

La nature, les modalités et surtout l'importance d'une restructuration dépendent essentiellement de la taille de l'entreprise. Les sociétés de la Nouvelle Economie déjà "adultes", notamment les sociétés cotées en bourse, sont le plus souvent structurées en véritables groupes (holding, filiales, succursales, etc.) et détiennent des actifs physiques (immeubles, stocks, parcs informatiques, etc.) ainsi que des actifs immatériels (droits de propriété intellectuelle, clientèle, goodwill, etc.) relativement importants.

La restructuration de telles sociétés passera donc par les formes traditionnelles : fusion, scission, vente d'actions ou d'actifs, emprunts bancaires, obligations à haut rendement (high yield or junk bonds), réorganisation interne, etc.

S'agissant des véritables start-ups, leur structure sociale est souvent plus rudimentaire et leurs actifs (matériels notamment) sont moins importants. La restructuration se limite souvent à une réorganisation : changement du directeur général (CEO, chief executive officer), changement des cadres (CFO, chief financial officer, CTO, chief technology officer, etc.), réorganisation interne, rationalisation, réduction des coûts et, le cas échéant, licenciements. Bien souvent, dans ce cas, restructuration rime avec rationnement: la jeune pousse veillera à diminuer ses besoins en trésorerie (cash burning rate).

Dans tous les cas, un plan de restructuration s'oriente autour de quatre axes principaux : la maximisation des revenus et la rationalisation de la gestion, la compression des coûts (qui peut entraîner des suppressions d'emplois), la recherche de financement (négociations avec les banques, réalisation de certains actifs, etc.) et la communication (marketing dit de crise).

Si la situation de la société empire et que les mesures drastiques adoptées ne permettent pas d'éviter un surendettement, la société essaiera d'obtenir un sursis concordataire. Le sursis met l'entreprise provisoirement et sous conditions à l'abri de ses créanciers dans l'espoir d'un assainissement. L'alternative est claire : soit les créanciers renoncent à exiger le paiement (immédiat) de leur créance ou un tiers accepte de financer l'entreprise (le plus souvent en

acquérant au passage une part importante de celle-ci), et un concordat est trouvé, soit la société ne parvient pas à un assainissement et tombe en faillite.

Un nouveau rapport de force

La secousse qui frappe la Nouvelle Economie et la vague de restructurations ne sont pas sans conséquence sur le financement des start-ups. Les investisseurs ont pris conscience que les perspectives de gains très importants à très court terme sont désormais illusoires. Les options de "sortie" pour réaliser une plus-value se sont réduites : les entrées en bourse (IPOs), comme les ventes (trade sales) sont moins nombreuses et surtout s'effectuent à des conditions moins favorables qu'auparavant. Cela a plusieurs conséquences. La première concerne la valorisation (valuation) des entreprises émergentes qui a fortement diminué. La valorisation de telles sociétés est en effet basée essentiellement sur une évaluation du potentiel futur de l'entreprise, sous forme de pronostic, apprécié en terme de probabilités, établi par comparaison aux sociétés similaires plus matures, et d'analyse du "business model" comparé aux autres "modèles" existants sur le marché. Le potentiel et les perspectives futures étant revus à la baisse, la valorisation des jeunes pousses est diminuée d'autant. La seconde conséquence est le caractère sélectif des investissements. Il devient ainsi très difficile d'obtenir du financement dans le domaine B2C (business to consumer, d'entreprise à particulier) et même difficile dans le domaine B2B (business to business, d'entreprise à entreprise). Les entreprises qui parviennent à tirer leur épingle du jeu sont celles actives dans des domaines porteurs, tels les biotechnologies, la microtechnologie ou la nanotechnologie ainsi que certaines entreprises qui ont développé une technologie propriétaire (protégée par des droits de propriété intellectuelle) présentant un caractère particulièrement innovant. La troisième conséquence est un transfert de pouvoir de la start-up au capital-risqueur dans les négociations de financement. Il y a quelques mois encore, les capital-risqueurs se livraient à une concurrence acharnée pour pouvoir financer les start-ups prometteuses, ce qui donnait à ces dernières un formidable effet de levier dans les négociations. Autre conséquence du climat actuel, les investisseurs sont devenus beaucoup plus rigoureux dans leur processus d'investissement et tiennent désormais le couteau par le manche dans les négociations. Les discussions sont plus longues, les transactions sont devenues plus complexes et les exigences de protection des investisseurs sans limites. Les investisseurs exigent quasi systématiquement des clauses de protection détaillées qui, bien que connues auparavant, n'étaient pas toujours obtenues, voire souvent pas même demandées.

Clauses de protection

Bien que les investisseurs décident de n'investir que s'ils croient au succès du projet ou de la société, ils n'en exigent pas moins des protections en cas d'échec. Le principe du capital-risque veut que l'investissement soit en capital (et donc perdu en cas d'échec) et non sous forme de prêt qui peut faire l'objet de garanties. Par le passé, les parties acceptaient de partager le risque. Aujourd'hui les investisseurs essaient de reporter au maximum ce risque sur la société et les fondateurs. Examinons ici quelques clauses désormais usuelles.

La première protection demandée par les investisseurs est un certain nombre d'assurances et de garanties (representations and warranties) données par les fondateurs et la société dans les contrats d'investissement (subscription agreements ou investment agreements). Bien qu'habituellement moins complètes qu'en matière de vente de société, elles tendent néanmoins à être de plus en plus détaillées. Elles concernent la situation financière, comptable et juridique de l'entreprise. Par ailleurs, les capital-risqueurs exigent de plus en plus souvent un

financement par étapes conditionnées à la réalisation de certains objectifs (milestones). La valorisation de la société et, partant, la part du capital revenant aux investisseurs est souvent adaptée en fonction de la réalisation de ces objectifs.

Les conventions d'actionnaires (shareholders' agreements) contiennent de plus en plus de clauses de protection des investisseurs. Mentionnons les accords de vote (majorités spécifiques incluant les investisseurs pour les décisions importantes, droit de veto des investisseurs sur certaines décisions, etc.), les clauses d'information et de reporting (droit d'avoir un siège de membre du conseil d'administration ou d'observateur au conseil d'administration, droit à l'information étendu, sur base trimestrielle ou mensuelle, etc.), les exigences en terme de normes comptables (adoption des normes IAS ou US GAAP), les clauses de restriction au transfert des actions (droit de préemption, clause de sortie conjointe, à savoir le droit pour l'investisseur de vendre ses parts en même temps que les fondateurs, respectivement d'exiger que les fondateurs vendent leurs parts à un acheteur potentiel identifié par l'investisseur, etc.).

Plus systématiquement, pour garantir le cas où tout tournerait mal, les investisseurs exigent un droit préférentiel en cas de liquidation de la société. Par "liquidation", on entend aussi la vente de la société ou de ses actifs (ou d'une part essentielle de ses actifs), ou encore la fusion de la société. Une clause prévoyant un droit préférentiel au bénéfice de liquidation signifie que l'investisseur pourra recouvrer son investissement d'une manière préférentielle par rapport aux autres actionnaires, et, dans toute la mesure possible, en priorité par rapport aux créanciers de la société. Au droit préférentiel de liquidation s'ajoute souvent un droit préférentiel aux dividendes.

Les accords sur les investissements futurs et les clauses de sortie (exit), caractéristiques des conventions d'actionnaires dans le domaine du capital-risque, ont également été modifiés pour mieux protéger les investisseurs. Ceux-ci exigent souvent un droit préférentiel de souscription sur la totalité du ou des prochains tours de financement ou le droit de souscrire des actions supplémentaires à des conditions plus avantageuses que celles offertes aux nouveaux investisseurs. Il est désormais fréquent de prévoir des clauses dites d'anti-dilution. Un tel mécanisme donne à l'investisseur un droit préférentiel de souscription et un contrôle sur le choix d'investisseurs additionnels. Par le mécanisme d'anti-dilution, l'investisseur pourra éviter que lors d'un prochain tour de financement, sa participation dans l'entreprise puisse être diluée. L'investisseur se verra ainsi octroyer des actions lui permettant de maintenir sa quote-part du capital de l'entreprise, en fonction du prix d'émission des actions lors du deuxième tour. Les investisseurs demandent aussi de pouvoir forcer la vente de la société ou son entrée en bourse (registration rights).

Le cas particulier du down round

Bien que les start-ups et les investisseurs évitent d'en parler, la situation actuelle des marchés a conduit certaines entreprises à pratiquer des "down rounds". Typiquement, une start-up conclut plusieurs tours de financement, à des valorisations croissantes. Dans un "down round", la valorisation d'un tour de financement est inférieure à la valorisation du tour précédent, avec comme conséquence une importante dilution des fondateurs et des investisseurs existants.

La préoccupation centrale de ceux-ci est le maintien de leur participation lors des diverses étapes de financement et surtout lors de la "sortie" par voie d'entrée en bourse ou de vente qui

déterminera l'importance de la plus-value réalisée. Un "down round" modifie tous leurs plans. Les investisseurs existants sont (partiellement) protégés par les clauses d'anti-dilution qu'ils ont par hypothèse négociées. Il leur est par ailleurs toujours possible d'exercer leur droit de souscription préférentiel et donc de participer au nouveau tour.

Dans un "down round", les nouveaux investisseurs ont tendance à exiger plus de protection que dans un financement ordinaire. Ces protections sont souvent incompatibles avec les termes négociés entre les fondateurs et les premiers investisseurs, si bien que les accords conclus lors des tours de financement précédents doivent être renégociés. Les nouveaux investisseurs exigent souvent la possibilité de prendre le contrôle de la start-up, du conseil d'administration ou du management, si certains objectifs ne sont pas atteints.

Un "down round" pénalise essentiellement les fondateurs, qui voient leur participation fondre. Cela est aussi vrai du management et des employés. Le potentiel de gains pour les porteurs de stock-options diminue et attirer de nouveaux talents dans une société dont la valorisation a diminuée est très difficile.

Favoriser le dialogue

On l'aura compris : dans le climat actuel, plus que jamais, start-ups et investisseurs doivent trouver un équilibre qui satisfasse toutes les parties. L'entreprise doit pouvoir se développer de manière optimale, condition sine qua non du succès et les investisseurs doivent être rassurés sur les risques pris. Au-delà des accords contractuels, cet équilibre se trouvera dans le dialogue permanent entre les fondateurs et les capital-risqueurs. Cela est d'autant plus vrai que le propre du capital-risque est que les investisseurs apportent non seulement des fonds, mais également un appui par leur expérience, leur conseils et leur réseau de relations.

*Etude d'avocats Tavernier Tschanz
www.tavernier-tschanz.com

