

DROIT DES SOCIÉTÉS

LEVER DES FONDS : LES ÉTAPES À RESPECTER ET LES CHANGEMENTS INDUITS DANS LA SOCIÉTÉ.

LORSQU'UN PORTEUR DE PROJET OU UN ENTREPRENEUR EN QUÊTE DE DÉVELOPPEMENT SOUHAITE LEVER DES FONDS, ET QUE LE FINANCEMENT PAR EMPRUNT BANCAIRE S'AVÈRE INSUFFISANT, CELUI-CI PEUT ALORS SE TOURNER VERS LES INVESTISSEURS PRIVÉS.

Cette orientation stratégique mûrement réfléchie est souvent lourde de conséquences, car elle implique pour l'entrepreneur ou le porteur de projet une valorisation financière de sa société ou de son projet et une nécessaire comparaison de cette valorisation avec les fonds supplémentaires dont il aura besoin pour atteindre son objectif de développement, en ayant pour associés, immédiatement ou à terme, les investisseurs. Ces derniers ne seront d'ailleurs pas forcément motivés par le projet d'association pour les mêmes raisons que l'entrepreneur et n'auront pas non plus le même calendrier, notamment en matière de retour sur investissement.

Les investisseurs ont eux aussi des objectifs, souvent financiers, et les start-ups ne dérogent pas à cette constante. C'est pourquoi la réussite de la levée de fonds dépendra toujours des concessions réciproques qui pourront être consenties dans le cadre d'un rapport de force, entre les investisseurs et le porteur du projet.

Ce rapport de force se retrouvera à toutes les étapes de la levée de fonds, du choix du mode d'intervention des investisseurs (I), en passant par les mécanismes incitatifs mis en place pour le fondateur (II), jusqu'au fonctionnement de la société post-levée de fonds (III).

I) Le choix du mode d'intervention des investisseurs

Ce choix est parfois dicté par les investisseurs eux-mêmes qui fixent dès le départ leur niveau d'engagement dans la société.

Certains investisseurs pourront choisir de miser sur le temps. L'idée pour eux sera de mettre en place un système qui permet de ne pas verser tout l'investissement en une seule fois, mais de procéder par des levées de fonds successives au fur et à mesure que les objectifs, identifiés au préalable dans le business plan prévisionnel, sont atteints par la société.

En outre, il arrive qu'au-delà de la somme investie sous forme d'une augmentation du capital de la société (donc en contrepartie d'actions de la société), une autre partie des fonds soit versée en compte courant d'associés, c'est-à-dire injectée dans la trésorerie de la société, moyennant le versement d'un intérêt à l'investisseur pour son « prêt » à la société. Il arrive que cet apport en compte courant puisse être transformé en actions de la société lors d'une prochaine augmentation de capital. Lors de chaque augmentation de capital la question de la valorisation de la société pour la création d'actions nouvelles se posera, et entraînera, selon que le fondateur est ou non en capacité de participer également à l'augmentation de capital, une dilution plus ou moins importante de sa participation dans le capital social.

Par ailleurs, on constate dans la pratique des PME un recours de plus en plus fréquent aux valeurs mobilières donnant accès au capital social, par exemple par l'utilisation d'obligations convertibles ou aux bons de souscription d'actions (BSA) qui permettent à leurs titulaires de se ménager la capacité de convertir leurs BSA en actions de la société, à un moment déterminé et sous réserve de satisfaction de conditions fixées dans le contrat d'émission des BSA (fixation d'un rapport de parité d'échange, fixation d'une période de conversion, sous réserve d'atteinte, ou non, par exemple d'objectifs de chiffre d'affaires, de résultats, ou plus généralement de tout ratio financier approprié). Plusieurs types

d'investisseurs, avec des attentes différentes, pourront intervenir dans ce processus et parfois dans la même levée de fonds :

- les banques d'affaires
- les fonds d'investissement qui sont des structures spécialisées dans ces opérations ;
- les business angels qui sont des personnes physiques intéressées pour investir dans certaines entreprises régionales, souvent encouragées par des dispositifs de défiscalisations (ISF ou IRPP).

Au demeurant, il peut être conseillé au porteur de projet de rechercher un investisseur non purement financier mais ayant également des considérations « opérationnelles », c'est-à-dire qui soit disposé à mettre son réseau et ses compétences au service de l'entreprise pour l'aider à se développer. A contrario, il existe des investisseurs de type « sleeping partner » désignés ainsi car ils n'entendent pas intervenir ni peser sur les décisions opérationnelles de la société.

II) Les mécanismes incitatifs pour le fondateur

Pour maintenir l'incitation du dirigeant-fondateur à la performance, les mécanismes qui seront adossés à l'augmentation de capital ou à l'émission de bons de souscription d'actions, devront, tout en respectant les objectifs de rentabilité des investisseurs, reposer pour une large part sur la gratification des dirigeants et fondateurs en fonction de l'atteinte des objectifs du business plan. Les mécanismes d'incitation sont donc importants et seront d'autant plus cruciaux que la dilution des dirigeants dans le capital de la société par l'arrivée des investisseurs est importante.

Ces mécanismes consistent principalement à conférer aux dirigeants un accès au capital de la société, ou à une augmentation de leur pourcentage de détention du capital (« relution »), de manière immédiate ou dans le temps, à des conditions de valorisation parfois très favorables par rapport à celle réservée aux investisseurs extérieurs.

• **L'avantage immédiat** : c'est la création d'une prime d'émission pour l'entrée au capital des investisseurs, qui reviendra à leur faire payer plus cher que les managers leur souscription au capital de la société, ce qui a pour conséquence d'augmenter arithmétiquement la valeur de la participation détenue par le fondateur.

• **Les avantages différés** : les stock-options, les actions gratuites, les Bons de Souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), etc.

Ces dispositifs permettront au dirigeant fondateur d'acquérir des actions de sa société à moindre coût au fil du temps et donc de profiter de l'augmentation de la valeur de la société tout au long du projet. Ils présentent toutefois l'inconvénient d'être assujettis à une fiscalité plus ou moins élevée selon le type de produit financier utilisé. L'administration fiscale est extrêmement vigilante sur de tels mécanismes et pourra éventuellement requalifier et taxer le gain en revenu d'activité.

Certains bons bénéficient toutefois d'un régime fiscal incitatif qui mérite d'être étudié avec soin, notamment les dispositifs dits d'attribution d'actions gratuites, et celui de Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprises (BSPCE).

La portée pratique de ces dispositifs bénéficiant de régimes fiscaux et sociaux

favorables peut néanmoins s'avérer relativement limitée en matière de relation du fondateur, dans la mesure où les actions ainsi attribuées ne peuvent pas, dans certains cas, excéder 10 % du capital social de la société. Le bénéfice des régimes de faveur fait également l'objet dans la plupart des cas de mesures d'encadrement de leur mise en œuvre dans le temps.

III) Le fonctionnement de la société post-levée de fonds

En filigrane, le rapport investisseur-porteur de projet se cristallise également, outre les conditions financières de la levée de fonds, dans les nouvelles modalités de gouvernance qui entoureront l'opération d'investissement. Cet accord-cadre sur le projet prendra généralement le nom de « lettre d'intention » ou « term-sheet », ou « protocole d'investissement », parfois formulée et proposée par l'investisseur.

Ce que doit retenir l'entrepreneur est que cet accord est l'ossature du pacte d'actionnaires qu'il signera quelque temps plus tard avec les investisseurs lorsque ces derniers entreront définitivement au capital de la société. Le fondateur devra faire preuve d'une grande vigilance sur ses termes.

C'est dans les clauses essentielles de ce document que peuvent se cacher les potentielles contraintes et inconvénients excessifs pour l'entrepreneur dans la levée de fonds, notamment dans les pouvoirs qui seront les siens postérieurement à la levée de fonds, tant concernant les décisions des associés, que les décisions des dirigeants opérationnels, mandataires sociaux ou non. Le fondateur devra donc s'entourer de conseillers avisés afin de signer les clauses en connaissance de cause.

Si le term-sheet est accepté et signé, les investisseurs réaliseront ensuite un audit approfondi afin de vérifier si les informations apportées par le fondateur sont exactes, notamment concernant la pertinence du business plan. C'est à la fin de cet ultime contrôle que les investisseurs décideront d'entrer, ou non dans le capital.

Au terme de cette opération juridique, les actionnaires négocieront et signeront un pacte d'actionnaires en prenant en compte les conditions voulues par les investisseurs dans le term-sheet. Ce pacte contiendra toutes les obligations réciproques, notamment celles du dirigeant-fondateur à l'égard des investisseurs, que ce soit dans l'exercice de son pouvoir, avec des obligations de reporting ou la mise en place d'un véritable régime d'autorisation ou de contrôle des décisions par les investisseurs, la mise en place de clauses de révocation du dirigeant dans certaines situations, dans la répartition du capital social avec des clauses de sortie conjointe forcée ou de préemption visant les actions détenues par le fondateur. Le pacte est également l'acte dans lequel les conditions de retrait ou sortie du capital social des investisseurs sont fixées, tant en termes de délais que de valeur des actions.

Article rédigé par
Emmanuel MAITRE,
Simon POLGE,
Serge VICENTE,
de CADRA,
Cabinet d'avocats
en droit des affaires