

ANALYSES

Développement des entreprises PAR GEOFFROY DE VRIES (*)

Le « venture loan », un financement innovant

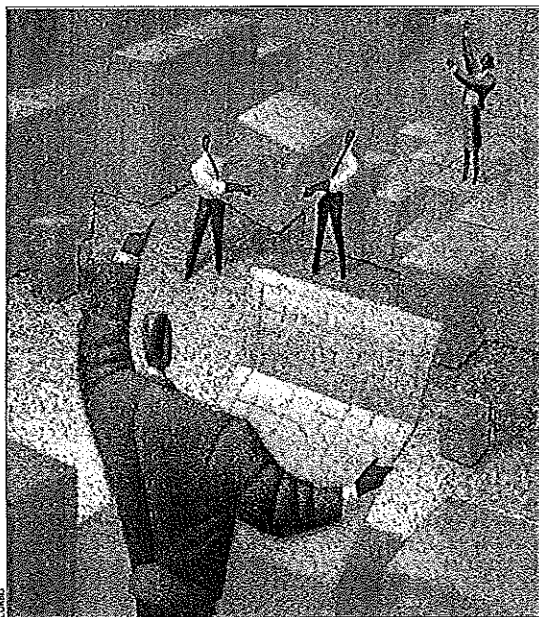
Le « venture loan » représente une nouvelle forme de financement des entreprises de croissance. Comptant comme atouts sa flexibilité, sa simplicité et son effet dilutif limité, il devrait connaître un succès croissant en Europe.

Né dans les années 1980 aux États-Unis, exporté au Royaume-Uni et arrivé en France il y a quelques années, le *venture loan* n'est proposé que par certains fonds spécialisés, tels que ETV Capital, Noble Venture Finance et Kreos Capital. Il répond aux attentes des start-up qui, ayant déjà fait appel à des fonds de capital-risque, ont besoin de nouveaux capitaux pour leur croissance — ne répondant pas pour autant aux critères de financement des banques —, tout en souhaitant éviter ou limiter une dilution des actionnaires.

Ces entreprises sont souvent à leur premier stade de développement (faible résultat, voire cash-flows négatifs) et ont une capacité de remboursement limitée ainsi que peu d'actifs (ou d'une faible valeur) pouvant faire l'objet de garantie au profit des banques soumises à des règles prudentielles contraignantes. Alliant dette et capital, le *venture loan* prend la forme d'un prêt à terme garanti et de warrants (bons de souscription d'actions) permettant au fonds d'accéder au capital dans certaines limites et sous certaines conditions.

Sur le plan technique, ce mode de financement est proche du financement mezzanine sous forme d'OBSA (obligations à bons de souscription d'actions). Cependant, alors que le « mezzaneur » ne finance que la croissance globale de l'entreprise (acquisition d'une autre société ou d'une technologie), le *venture loan* permet de financer également l'exploitation, tel que le fonds de roulement (*working capital*) ou l'achat ou le *lease* d'équipement (système informatique, de télécommunication...).

Compte tenu de ces spécificités, le *venture lender* se comporte davantage comme un fonds de capital risque que comme un banquier : il va analyser et suivre le business plan, faire un audit des actifs (mais limité par rapport à un audit préacquisition), parfois adhérer au pacte d'ac-



tionnaire (en tant que futur actionnaire en cas d'exercice des warrants) et aura, dans le suivi de l'entreprise, plutôt une attitude d'investisseur que de prêteur attaché aux ratios financiers.

Dilution limitée. Le montant des prêts, qui peuvent être divisés en une ou plusieurs tranches, est souvent compris entre 1 et 5 millions d'euros, sans que ce dernier palier ne constitue un plafond (des *venture loans* peuvent atteindre des niveaux nettement supérieurs). Ces prêts sont d'une durée généralement de trois ans et remboursables mensuellement. En contrepartie, le fonds perçoit un taux d'intérêt relativement élevé mais qui reste fixe, et obtient des garanties portant sur les actifs de la société (fonds de commerce, propriété intellectuelle).

Le fonds se voit, en outre, attribuer des warrants permettant, en cas d'exercice, d'obtenir des actions à un prix déjà défini (celui du dernier tour de financement précédant le *venture loan*) ou à définir lors du prochain tour de financement, donnant lieu à la réalisation d'une plus-value conséquente en cas de revente. Ces warrants compensent ainsi le risque élevé pris par l'investisseur qui ne peut être uniquement couvert par les garanties portant essentiellement sur les brevets de la société car, par définition, ces technologies ne sont qu'en phase de développe-

ment et n'ont qu'une faible valeur.

Ce financement se fait avec dilution limitée (et seulement en cas d'exercice des warrants) des actionnaires actuels (dirigeants et capitaux-risqueurs), ce qui offre un avantage indéniable. L'exercice des warrants entraîne effectivement une dilution limitée des actionnaires (généralement entre 5 % et 15 % du capital), notamment par rapport à un financement mezzanine pour lequel il est prévu, dans certaines conditions (non-respect des dispositions du contrat de prêt, défaut de paiement des échéances), l'exercice de tous les BSA, ce qui a pour effet d'entraîner une forte augmentation de capital au profit du « mezzaneur » et une dilution conséquente des actionnaires actuels.

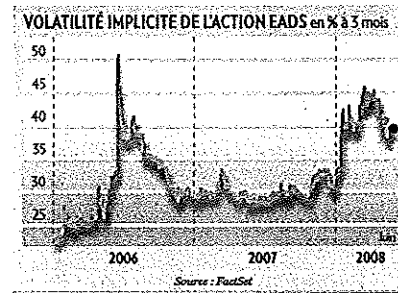
Emprunt obligataire. Si ce procédé est utilisé tant aux États-Unis qu'en Europe, en France toutefois, certaines particularités de notre droit doivent être prises en compte. Ainsi il n'est pas possible pour le fonds d'accorder un simple prêt à la société en raison du principe du monopole bancaire selon lequel seul un établissement agréé par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) peut en accorder. Il convient alors de procéder à l'émission d'un emprunt obligataire, les obligations étant souscrites par le fonds.

Mode de financement complémentaire au *venture capital* et qui a connu un fort développement aux États-Unis, le *venture loan* devrait connaître un bel avenir dans les prochaines années en Europe. ■

(*) *Avocat à la Cour, Granrut Avocats.*

Chronique de la volatilité PAR LAURENT ROUSSEL (*)

Ciel bien lourd sur EADS



Même si le récent rebond du dollar et le reflux des cours du pétrole pourront donner un peu de répit au groupe d'aéronautique et de défense, l'avenir d'EADS est très incertain. Et les marchés dérivés illustrent aujourd'hui cette défiance. En effet, malgré la baisse de 6 points depuis son record de l'année, la volatilité implicite de l'action, observée sur les options à 3 mois, reste élevée (40 %). Non seulement, les risques d'exécution sur les programmes A400M et A380 et les risques de *corporate governance* semblent toujours

LA FAIBLE VALORISATION DE L'ACTION N'EST QU'APPARENTE, NOTAMMENT APRÈS L'AVOIR AJUSTÉE DES COUVERTURES DE CHANGES.

significatifs et le programme Pover 8 tarde à monter en puissance. Mais le groupe doit en plus faire face à un environnement sectoriel pour le moins hostile. L'Association internationale du transport aérien (Iata), qui représente 240 compagnies aériennes et 94 % du trafic international régulier, a indiqué qu'elle tablait désormais sur une perte sectorielle de 2,3 milliards de dollars en 2008 contre 4,5 milliards de dollars de

benefices prévisionnels encore attendus en avril. Et cette prévision de perte repose sur une hypothèse ambitieuse d'un baril à (seulement) 107 dollars en moyenne sur l'année. Selon les analystes d'Exane BNP Paribas, ces risques opérationnels peuvent également induire des risques de détérioration du bilan d'EADS sur les trois prochains exercices. En effet, le retournement du cycle des commandes accroît les besoins de fonds de roulement (2,5 milliards d'euros), les provisions (2,5 milliards d'euros) et les financements clients (jusqu'à 3 milliards d'euros). Si EADS devait cumuler les trois effets, il ne pourrait plus s'affranchir d'une augmentation de capital et/ou de cessions (Dassault ?). Face à ces risques, la faible valorisation de l'action n'est qu'apparente, notamment après l'avoir ajustée des couvertures de changes, qui ne seront pas éternelles. Ainsi, le multiple de valorisation de 11 fois l'Ebitda ajusté des couvertures et anticipé par les analystes pour 2009 dépasse allègrement celui du précédent bas de cycle (4 fois), laissant entrevoir un risque de correction de l'action sous le seuil symbolique des 10 euros au cours des trois prochaines années. Les cieux ne sont décidément plus cléments pour EADS... à moins que le billet vert poursuive longtemps son rebond !

(*) *Directeur adjoint de la recherche sur dérivés chez Exane Derivatives.*

Lundi	« La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)
Mardi	« Les taux », par Maurice de Boissesson (Octo Finances)
Mercredi	« Pris sur le vif », par Robert Jules (La Tribune)
Jeudi	« Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)
Vendredi	« Le "Contrarian" », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)