

Les Start-ups de qualité trouveront toujours du financement.

HERVE LEBRET ET GIUSEPPE ZOCCO*

Les fonds de capital-risque en technologie sont les éclaireurs des marchés de technologie. Depuis plus de vingt ans, des fonds spécialisés en capital-risque (« Venture Capitalists » ou « VCs ») permettent le financement des start-up. Ils reçoivent ces fonds aussi bien de fonds de pension qui croient à la valeur à long terme de ces placements que de sociétés de technologie établies qui veulent savoir ce qui se fait à la pointe de l'innovation. Ainsi Index Ventures gère plus de 500 millions de dollars aussi bien pour le compte de l'UBS que de Cisco, Oracle ou AOL Time Warner. Les VCs aident activement les start-up à développer leurs produits, leur stratégie commerciale jusqu'au stade où les marchés financiers prennent le relais pour des besoins en capitaux plus conséquents à moins qu'une société déjà établie propose d'acquérir la start-up à une valeur attractive pour les entrepreneurs et les investisseurs. Il existe ainsi un « cercle vertueux » de financements entre fonds de pensions, marchés financiers, VCs d'un côté, start-up et entreprises établies de l'autre. Plusieurs observateurs du secteur se demandent cependant si ce cercle vertueux ne risque pas de se briser en raison d'un manque d'investissements dans les nouvelles sociétés.

Fort impact de l'économie réelle sur les start-up

Les possibilités de financements existent, mais les investisseurs sont plus attentifs et exigeants. L'argent est certainement disponible, on peut même penser qu'il y en a encore trop si on consulte les données les plus récentes. Certes, les investissements du capital risque aussi bien aux Etats Unis qu'en Europe sont en nette diminution par rapport aux niveaux records de l'année 2000. Les entrepreneurs font face à des investisseurs beaucoup plus exigeants quant à la faisabilité des business plans, mais aussi quant au coût du capital.

Les vraies questions viennent de l'économie réelle, pas des marchés financiers. Tout un chacun est évidemment conscient de l'évolution des valorisations du secteur de la technologie et des marchés boursiers. Il est bon de rappeler que le Nasdaq a perdu plus des deux-tiers de sa valeur

depuis mars 2000. Même si cela est important, ce qui compte vraiment pour les start-ups est la détérioration du climat autour de l'industrie de la technologie elle-même. L'annulation de commandes et leur report dans le monde des semi-conducteurs, des ordinateurs, des logiciels, des télécommunications et des autres services liés à la technologie font craindre une entrée en récession pour les Etats Unis, puis pour l'Europe. Toutes les grandes sociétés qui étaient les moteurs de la croissance mondiale annoncent baisses de revenus et restructurations.

De plus, industrie et finance sont de plus en plus entrelacées à travers la disponibilité du capital pour les entreprises et les opérateurs existants, conduisant même à la disparition de certains joueurs sérieux mais moins établis. Mais encore une fois, l'économie réelle a un impact beaucoup plus fort sur des start-up qui essaient d'anticiper la demande à venir et de se développer suivant ces projections. Le plus grand risque est en fait l'incertitude sur la demande future, son calendrier et sa taille, mais aussi le type de technologie et ses standards qui seront adoptés lorsqu'une croissance conséquente reprendra.

La consommation mondiale de technologie n'est pas morte

La bonne nouvelle est qu'il ne fait aucun doute que la consommation mondiale de technologie continue et continuera d'augmenter dans le futur. Le nombre de résidences connectées à Internet, mais aussi le nombre de connections large bande passante (par exemple DSL), le nombre de circuits électroniques développés pour les communications, pour les automobiles et la quantité de données qui va transiter sur les réseaux vont continuer à croître. C'est la raison pour laquelle les marchés technologiques et par conséquent les marchés financiers liés à la technologie ont un bel avenir et devraient garantir une croissance soutenue de notre économie. Le financement des start-up continuera aussi à se développer. Les start-up qui sauront se positionner sur des marchés dynamiques et bâtir des équipes compétentes et motivées permettront l'émergence des futures grosses sociétés de technologie. Cependant l'attitude des investisseurs face à ces start-up risque d'être fort différente de ce que l'on a pu voir ces dernières années.

La folie est passée. Les trois dernières années avaient conduit à oublier les règles de base du capital-risque. Cette période était réellement de l'ordre de l'exception et n'aurait jamais dû être

érigée en loi, que nous soyons aujourd'hui en récession ou pas. Depuis le printemps 1999, des sociétés ont été créées avec l'ambition d'entrer sur les marchés publics en moins de deux ans, avant même d'avoir la moindre visibilité sur ses revenus, sans même parler de ses profits. Les entrepreneurs et parfois les investisseurs (en particulier ceux liés aux marchés publics) eurent des vues de plus en plus à court terme. De nouvelles métriques furent inventées pour justifier des valorisations gigantesques que des sociétés totalement immatures pouvaient atteindre. Le nombre de visiteurs, de clics sur un site web, et des théories plus élaborées encore, à base d'options firent leur apparition. La réalité est qu'une bulle spéculative s'est mise en place. L'importance de revenir aux bases, en comptant sur une croissance solide et une activité profitable est aujourd'hui évidente. Mais encore une fois les équipes qui veulent répondre à des marchés prometteurs existent, même si les conditions de leur succès risquent d'être plus difficiles.

Les start-up devront être très flexibles

Le coût du capital pour les start-up est devenu très élevé. Bien que les fonds soient disponibles, ils sont devenus très chers en termes de temps nécessaire pour convaincre les VCs. Le prix du capital est aussi élevé de part les faibles valorisations et les relativement faibles tailles de financement. Aujourd'hui, il est à nouveau fréquent que des start-up cèdent 50% de leur capital pour quelques millions de francs par rapport aux 15 à 20% pour dix à vingt millions du passé récent. Et cela est justifié par le profil de risque associé aux incertitudes sur la situation économique. Cette constatation va conduire entrepreneurs et investisseurs à un nouveau type de stratégie pour les mois à venir. Les start-up vont utiliser leurs fonds avec la plus grande attention et n'auront pas le luxe de faire plusieurs erreurs avant de se retrouver sans liquidités ou qui les conduiraient à rendre leur activité non finançable. Les start-up devront être très flexibles avec de nombreux plans adaptés à l'évolution (souvent très dynamique) de leur marché. Les incertitudes sur la taille et les calendriers de ce marché, les retournements de tendance parfois spectaculaires (comme dans le monde des télécommunications) obligent déjà les dirigeants de ces start-up à une grande inventivité, avec de nombreuses alternatives dans leurs projections de croissance autour des mêmes produits et technologies. La structure d'opérations de ces start-up devra être bâtie pour satisfaire leurs besoins aux coûts les plus bas possibles et devront s'ajuster très rapidement aux phases d'expansion et de contraction. Il sera important de maîtriser les dépenses sous le

contrôle le plus strict tout en étant capable d'accélérer rapidement la production quand la demande se fera jour pour gagner des parts de marchés plus rapidement que la concurrence et atteindre une position dominante. Se développer en avance d'un marché est aujourd'hui trop coûteux pour les start-up et une expansion trop rapide peut être vraiment suicidaire. Les équipes d'entrepreneurs devront être en accord avec ces stratégies de flexibilité, pour devenir des leaders sur leur marché. Elles devront être capables d'anticiper intelligemment les besoins de croissance, de se développer dès que le marché apparaît réellement, pas avant, et de se restructurer aussi si des contractions se font sentir pour garder leurs capacités d'exécution en accord avec les commandes réelles, et non pas leurs simples prévisions. Il est tout à fait possible que les futures sociétés à succès de demain soient aujourd'hui en phase de pénibles restructurations et qu'elles doivent même faire face à plusieurs cycles d'expansion-contraction avant de devenir des joueurs incontournables. La capacité d'exécution de ces équipes devra être parfaite en ces temps troublés.

Dans ce contexte, il est possible que les nouvelles start-up soient dans une meilleure position que celles qui se sont créées dans l'euphorie des années passées. En effet de nombreuses sociétés à court de capitaux en raison des stratégies trop agressives, qui étaient la règle il y a encore quelques mois, risquent d'être simplement non finançables en raison de leur situation catastrophique. Le pire est peut-être d'être une société cotée en bourse à la recherche de capitaux; un peu moins grave est la situation de sociétés à la recherche de nouveaux fonds sans être encore cotées. Le mieux est sans aucun doute d'être une nouvelle start-up sans problème passé à résoudre, le seul défi est l'avenir!

En conclusion, les start-ups auront certainement plus de mal à lever des fonds d'une manière générale. Il reste toutefois une règle universelle: les start-ups de qualités trouveront toujours ces financements. Elles devront par contre bâtir des business plans plus aboutis encore et n'auront plus autant le droit à l'erreur que par le passé.

**Giuseppe Zocco, partenaire d'Index Ventures*

Hervé Lebret, associé d'Index Ventures