



Séries A, clauses de ratchet et Covid

Par Bernard Tézé, associé, [DS Avocats](#).

La période de la Covid a été propice aux négociations entre les managers et les investisseurs, plutôt au bénéfice des premiers, afin de s'assurer de leur motivation pendant cette période d'incertitude. Les covenants et objectifs ont souvent été ajustés pour qu'ils restent accessibles.

Dans ce contexte où il y avait malgré tout beaucoup d'argent pour les start-up en série A, B, C ou plus, venant de la BPI avec le French Tech Bridge et autres mécanismes, mais aussi d'investisseurs internationaux du fait d'un véritable engouement pour la fintech, le e-commerce, l'IA, etc., avec 25 licornes françaises, certaines clauses de ratchet démotivantes pour les fondateurs ont pu être revisitées en leur faveur.

Il en est de même pour les clauses de liquidation préférentielle que nous aborderons dans un autre article et qui repartissent les sommes que chaque groupe touche en cas de cession de l'entreprise pour que chacun tende vers une « belle sortie ».

Les clauses de ratchet partent d'une idée simple : l'investisseur n'envisage qu'une valorisation croissante et demande à être relué si le tour suivant se fait à un prix inférieur.

L'émission de BSA dits « ratchet » au moment de l'investissement (ABSA) permettant de souscrire à des actions nouvelles au nominal selon une formule relative est alors prévue, ou plus rarement, des actions de préférence sont mises en place avec une formule de conversion.

Les clauses de « full ratchet » sont particulièrement pénalisantes. L'investisseur demande à ajuster l'ensemble de sa participation sur la base du prix du nouveau tour. Il avait souscrit à 100 au premier tour et le nouveau tour est à 50, il veut grosso modo deux fois plus d'actions. La dilution peut être massive pour les fondateurs qui supportent tout le risque de décote et peuvent perdre le contrôle de leur entreprise.

Ces clauses doivent donc être évitées, même et surtout si la valorisation est attractive. Elles sont désormais remplacées par des formules dites « broad-based average ratchet » où le prix d'ajustement est la moyenne pondérée calculée en tenant compte de toutes actions émises avant l'entrée de l'investisseur et valorisées prix du premier tour (100). Seules celles du nouveau tour sont valorisées au prix décoté (50), la dilution n'est donc qu'une fraction de celle résultant du full ratchet.

Il est possible de négocier d'autres aménagements du ratchet, par exemple un plafonnement de la dilution en montant (chaque BSA donnera lieu à un nombre maximum d'actions) ou dans le temps (des BSA sont émis sur deux à cinq ans maximum).

Enfin, la tendance actuelle est de prévoir que le ratchet soit conditionné à la participation de l'investisseur au nouveau tour de financement au prorata de sa participation (clause « pay to play »), cela afin d'aligner les intérêts des parties.