



La lettre d'Option Finance n°1622

Lundi 20 septembre 2021

Retrouvez tous les contenus sur [optionfinance.fr](http://optionfinance.fr)



# Entreprise & expertise

## Fiscal

36

**L'aménagement du régime du carry-back : un retour vers le futur ?**

Par CMS Francis Lefebvre Avocats

39

**L'analyse : Vente à vil prix et donation déguisée**

Par Darrois Villey Maillot Brochier

## Juridique

40

**Séries A, clauses de « liquidation preference » et Covid**

Par DS Avocats

44

**Produits dérivés liés au développement durable : les lignes directrices de l'ISDA**

Par CMS Francis Lefebvre Avocats

## Social

46

**Epargne salariale et loi ASAP**

Par Barthélémy Avocats

## Dossier

49

**La stratégie fiscale des entreprises est-elle en opposition avec la RSE ?**

Par Bryan Cave Leighton Paisner



**Entreprise & expertise** **Juridique**



Par Bernard Tézé,  
associé,  
DS Avocats

## Séries A, clauses de « liquidation preference » et Covid

**Comme cela a été expliqué dans un précédent article sur les clauses de ratchet, la période de la Covid a été propice aux négociations entre investisseurs et managers/fondateurs, et plutôt favorable à ces derniers, les investisseurs voulant s'assurer de leur motivation pendant une période d'incertitude, dans un contexte où beaucoup de liquidités étaient disponibles pour les start-up en séries A, B, C ou plus.**

**L**e 1<sup>er</sup> semestre 2021 a battu tous les records avec des levées auprès de fonds de Venture Capital de plus de 4 milliards d'euros, c'est-à-dire autant que sur toute l'année 2020.

Les mécanismes de soutien de la BPI tels que le French Tech Bridge ont joué à plein et on dénote un engouement des investisseurs internationaux, notamment américains et chinois, sur la tech française, particulièrement la fintech, avec des levées au premier semestre 2021 de 1,5 milliard d'euros, avec

en cas de cession de 100 % des titres de la société cible.

L'objectif de cette clause est simple : lorsqu'une start-up se crée, ses fondateurs investissent quelques milliers d'euros au capital initial, par exemple 8 000 euros, et très rapidement, pour développer leur projet, ils ont besoin d'une première levée dite de capital amorçage (« seed capital ») disons de 200 000 euros. Les premiers investisseurs sont souvent des proches (« love money »), des business angels, des incubateurs/accélérateurs ou encore des fonds régionaux.

**Une des clauses clés des négociations entre investisseurs et managers est la « liquidation preference » qui s'applique en cas de liquidation bien sûr, mais surtout en cas de cession de 100 % des titres de la société cible.**

Les fondateurs vont alors ouvrir le capital, disons à hauteur de 20 %, et les 200 000 euros investis se répartiront en 2 000 euros en nominal (le capital sera donc augmenté de 8 000 euros à 10 000 euros d'où les 20 % détenus par les investisseurs

ledger qui a levé 310 millions d'euros et les assuretechs Alan et Shift qui ont chacune levé plus de 180 millions d'euros.

Une des clauses clés des négociations entre investisseurs et managers est la « liquidation preference » (répartition préférentielle) qui s'applique en cas de liquidation bien sûr, mais surtout

post-money) et le solde de 198 000 euros sera comptabilisé en prime d'émission.

Les investisseurs auront ainsi investi 25 fois plus que les fondateurs (200/8) et en l'absence de mécanisme correctif, ils n'auront droit qu'à 20 % des plus-values de cession ou liquidation.



Les investisseurs en « love money » peuvent accepter cette situation, mais les professionnels du venture capital exigeront qu'un mécanisme dit de « liquidation preference » soit mis en place pour corriger cette situation.

L'investisseur demandera à récupérer en priorité sur le prix de cession la prime d'émission qu'il a investie. La clause de « liquidation preference » définit donc dans quel ordre se répartira le prix de cession.

Classiquement il y a un premier rang où chaque actionnaire récupère le nominal de ses actions (dans notre exemple, 10 000 euros) puis un deuxième rang où les investisseurs récupèrent la prime d'émission investie (les 198 000 euros).

Le troisième rang fait apparaître deux cas de figure :

- soit la clause est « non-participating » (non cumulative), auquel cas le reliquat du prix de cession après paiement des rangs 1 et 2 revient uniquement aux fondateurs jusqu'à ce qu'ils rattrapent leur pourcentage du prix de vente ;

- soit la clause est « participating » (cumulative), et le reliquat est partagé dès le troisième rang proportionnellement entre les investisseurs et les fondateurs.

Les investisseurs peuvent toujours renoncer à la répartition préférentielle en convertissant leurs actions de préférence en actions ordinaires et opter pour une répartition purement proportionnelle.

On voit que le système « participating » est nettement plus favorable pour les investisseurs, mais on constate une forte pression des fondateurs pour promouvoir un « catch-up » (rattrapage) au rang 3. Cette solution favorable aux fondateurs est encouragée par le Projet Galion qui se définit comme le « think tank » des entrepreneurs technologiques regroupant les fondateurs de Critéo, Blablacar, PriceMinister, etc.

Un aménagement de plus en plus fréquent depuis la Covid en faveur des fondateurs consiste au rang 1 à verser proportionnellement 5 à 15 % du prix de vente, et non plus seulement la valeur nominale des actions.

Le raisonnement est que si le prix de cession est bas, les fondateurs auront beaucoup travaillé, souvent sans se verser de salaire et ne récupéreront que les quelques milliers d'euros investis initialement.

Dans l'autre sens, un ajustement en faveur des investisseurs consiste à prévoir que le rang 2 permet de récupérer un multiple de la prime d'émission (généralement 2 ou 2,5 fois) de manière à ce que les investisseurs aient une rémunération préférentielle au-delà de leur simple apport.

Le mécanisme devient plus complexe si l'on traite de manière différenciée les différents tours d'investissements, A, B, C ou plus. On peut distinguer les mécanismes suivants :

### 1. Structure dite « Senioreed »

Les investisseurs sont classés selon leur ordre d'arrivée, amorçage, séries A, B, etc. et les paiements résultant de la « liquidation preference » seront effectués dans l'ordre du tour, du plus récent au plus ancien. Ainsi, les séries C se verront rembourser

la totalité de leur prime d'émission avant que les investisseurs des séries B et A ne reçoivent leur part, comme un effet domino. L'intérêt de cette structure est d'attirer les nouveaux investisseurs qui payent plus cher et investissent des sommes qui profiteront aux investisseurs anciens.

### 2. Structure dite « pari passu »

Dans ce cas les investisseurs des différentes séries recevront tous le paiement sans hiérarchie entre eux au prorata de leur investissement quel que soit leur ordre d'arrivée.

### 3. Structure dite « tiered »

Dans cette structure hybride entre les deux premières, certaines séries sont regroupées et pari passu entre elles, par exemple les séries F et G ensemble, puis les D et E, et enfin les A, B, C le traitement dans chaque groupe étant identique, au prorata des investissements.

Du point de vue juridique, depuis la décision de la Cour de cassation du 16 novembre 2004, les promesses « à prix plancher » ne sont pas considérées comme des « clauses léonines »

**Classiquement il y a un premier rang où chaque actionnaire récupère le nominal de ses actions puis un deuxième rang où les investisseurs récupèrent la prime d'émission investie.**

et les auteurs considèrent cette solution transposable aux cas de répartition préférentielle.

La question qui se pose est de savoir s'il faut insérer ces clauses dans les statuts en créant statutairement des actions de préférence (art L. 228-11 Code de commerce) ou les laisser dans le pacte d'actionnaires.

La retranscription dans les statuts renforce l'opposabilité de la clause de répartition préférentielle vis-à-vis des tiers, et notamment vis-à-vis du tiers acquéreur des titres. Cela a tendance à réduire les contestations si au moment de la cession, la répartition est fortement inégalitaire.

Néanmoins, le revers de la médaille est que ces modalités de répartition préférentielles seront accessibles au public.

Par ailleurs, comme le notent les rédacteurs du Projet Galion précité, « cela entraîne des lourdeurs importantes, notamment pour les tours de financement futurs qui nécessitent à préparer les assemblées séparées par classe d'actions ».

On observe que la retranscription est souvent limitée au pacte d'actionnaires pour ces raisons pratiques et également pour préserver la confidentialité. Une clause prévoit fréquemment que l'investisseur pourra demander l'inscription dans les statuts, ce qu'il fera si la situation se tend.

Le Projet Galion penche donc en faveur d'une retranscription limitée au pacte mais note qu'« en droit américain, les actions de préférence sont toujours traitées dans les statuts », les investisseurs américains ayant donc tendance à demander une retranscription statutaire.

Il faut s'assurer dans tous les cas que les règles établies ne se-



ront pas modifiées pour des raisons de circonstances car cela soulèverait entre autres des problèmes fiscaux.

Les trois décisions du Conseil d'Etat du 13 juillet 2021 sur les BSA et options d'achat utilisés comme management packages et imposant les gains obtenus comme des salaires s'ils sont

et investisseurs œuvrent ensemble pour obtenir le meilleur prix de cession, mais également le souci de préserver la motivation des managers si les circonstances économiques imposent un prix de sortie moins avantageux qu'espéré. La négociation et la rédaction de ces clauses complexes doivent être particulièrement soignées.

**Les trois décisions du Conseil d'Etat du 13 juillet 2021 sur les BSA et options d'achat utilisés comme management packages et imposant les gains obtenus comme des salaires s'ils sont « liés à l'exercice des fonctions » incitent à la prudence.**

On compte au premier semestre 2021 au moins 16 « licornes » françaises, sociétés non cotées valorisées plus d'un milliard de dollars, dont une dizaine ont obtenu ce statut enviable pendant la période de la Covid, telles

« liés à l'exercice des fonctions » incitent à la prudence.

La liquidité préférentielle est donc au cœur des relations entre les investisseurs et les fondateurs/managers.

Elle organise une cascade de versements (« waterfall ») en faveur des différents groupes d'actionnaires de telle manière que leurs intérêts soient alignés, avec l'objectif principal que managers

que Voodoo, Blackmarket, Vestiaire Collective, Mirakl, Content Square, les fintechs précitées...

L'augmentation spectaculaire ces derniers mois du nombre de licornes et les levées de plus en plus importantes qui les créent rendent les clauses de liquidation préférentielle particulièrement cruciales. ■