



Par Bernard Tézé,  
associé,  
DS Avocats

## Venture capital : quelques tendances des négociations contractuelles

**L'année 2021 a pulvérisé tous les records de levée de fonds pour les sociétés technologiques françaises avec un montant de 11,6 milliards d'euros, deux fois plus élevé que les 5,4 milliards d'euros levés en 2020.**

**E**n France, la plus forte augmentation vient du secteur des fintechs avec 2,3 milliards d'euros de levées en 2021 (+ 174 % par rapport à 2020).

Comme le note Alain Clot, Président de France Fintech, déjà 1,3 milliard d'euros ont été levés par ce secteur sur les deux premiers mois de 2022. Sur les 14 nouvelles licornes en 2021 (sociétés non cotées dont la valorisation dépasse 1 milliard de dollars), cinq sont des fintechs. Trois nouvelles fintechs ont obtenu ce statut envié en début d'année 2022, Payfit, Qonto avec une valorisation record (jusqu'à l'annonce de Back Market) de 4,4 milliards, et Spendesk.

La création récente de la French Care montre que le secteur bio/med/health tech a également le vent en poupe.

Trois grandes évolutions peuvent être distinguées en 2021/2022 :

1. une augmentation importante du montant des levées et des valorisations ;
2. un nombre accru et une diversification des investisseurs qui comptent à côté des grands acteurs français tels BPI France, des acteurs américains, européens, chinois comme Tencent et japonais comme Softbank ; et
3. un pouvoir de négociation des managers plutôt renforcé par

la Covid afin d'assurer leur motivation pendant cette période d'incertitude et aussi d'abondance de liquidités.

Ces trois évolutions récentes ont conduit à plusieurs tendances au niveau de la pratique et des négociations contractuelles.

Le besoin de protection accrue des investisseurs, et aussi des managers, a eu un impact sur les clauses de ratchet.

Nous rappelons l'idée de base de ces clauses : protéger un investisseur si les prochains tours d'investissement se font sur des valorisations inférieures qui le dilueraient.

Il est généralement procédé à l'émission de BSA ratchet permettant à l'investisseur de se reluer en souscrivant des actions nouvelles au nominal selon une formule plus ou moins favorable.

Les fondateurs/managers sont aussi demandeurs de protection et la formule dite de « full ratchet » est très pénalisante pour eux car elle leur fait supporter l'intégralité de la baisse de valeur du tour. En gros, avec un « full ratchet », l'investisseur demande à avoir deux fois plus d'actions si le prix par action a été divisé par deux.

Ce mécanisme est désormais remplacé par des formules de « broad-based » ou « narrow-based » average ratchet. Pour le « narrow-based » le prix d'ajustement est la moyenne pondérée

du nouveau tour à la baisse et du précédent. Le « broad-based » est le moins dilutif puisque le prix de référence est la moyenne pondérée calculée en tenant compte de toutes les actions émises aux tours précédents. Seules celles du nouveau tour sont valorisées au prix décoté, la dilution n'est donc qu'une fraction de celle résultant du full ratchet.

C'est cette solution moins dilutive qui se généralise. Les managers négocient aussi d'autres aménagements tels qu'un plafonnement de la dilution en montant ou dans le temps (BSA émises sur 2 à 5 ans) ou encore une clause « pay to play » pour que le ratchet soit conditionné à la participation de l'investisseur au nouveau tour.

Le besoin de protection tant des investisseurs que des managers a également un impact sur les clauses de garantie de passif.

Rappelons que ces clauses instituent un mécanisme par lequel les fondateurs indemnisent les investisseurs en cas de déclaration inexacte concernant la société cible.

Les risques, passifs ou insuffisance d'actifs à indemniser, sont ceux qui surviennent après l'investissement mais ont leur origine avant celui-ci.

Le problème est que les managers n'ont que rarement les liquidités pour procéder à une indemnisation.

La tendance est donc à une indemnisation en actions soit par remise de titres existants, soit par émission de titres nouveaux afin de compenser l'investisseur.

Ainsi sont apparus récemment des BSA Garantie exerçables dans le cadre d'une garantie de passif.

Si par exemple une indemnisation d'un montant « I » est due sur la base d'une valorisation de la société « V », des actions seront émises pour que l'investisseur obtienne un pourcentage I/V supplémentaire dans le capital.

La formule est un peu différente de celle des BSA Ratchet.

Supposons que l'investisseur doit, après application de la garantie, accroître son pourcentage de 70 % à 75 %, il ne suffira pas d'émettre 5 % d'actions en plus car le bénéficiaire a déjà 70 % des actions. Il faudra émettre 20 pour que le pourcentage devienne  $90/120 = 75 \%$ .

Le plafond de garantie s'appliquera et une dilution maximale devra être approuvée par l'assemblée générale sous le contrôle des commissaires aux comptes généralement.

Il peut être prévu, à l'initiative des cédants, qu'ils puissent régler l'indemnisation en numéraire plutôt qu'en actions pour éviter d'être trop dilués.

Le besoin de protection a également conduit au développement de clauses d'earn-out par lesquels un complément de prix est versé si et seulement si les objectifs fixés sont atteints. L'augmentation du nombre des investisseurs et leur diversification, autre tendance forte, conduit par ailleurs à une complexification de certains mécanismes de gouvernance et de liquidation préférentielle.

Pour ce qui concerne la gouvernance, les comités stratégiques, exécutifs ou autres « boards » incluent de plus en plus fréquemment des représentants d'investisseurs provenant de plusieurs groupes entrés dans les sociétés à des dates différentes. Les décisions devant être prises en commun à une certaine majorité deviennent plus complexes puisque qu'elles donnent

lieu à des stratégies d'alliance à géométrie variable. Si pour certaines décisions un investisseur donné peut avoir un droit de veto, certaines autres décisions peuvent être prises nonobstant l'opposition d'un investisseur donné si d'autres investisseurs alliés aux managers y sont favorables.

On dénote par ailleurs de plus en plus fréquemment la présence d'administrateurs indépendants pouvant faire pencher la balance en faveur des managers ou des investisseurs.

Pour ce qui concerne les clauses de « liquidation preference », la tendance est également à la complexification.

Nous rappelons qu'il s'agit de répartir entre les managers et différents groupes d'investisseurs les fruits d'une cession des titres selon un mécanisme de versement en cascade (« waterfall »). L'objectif est de permettre aux investisseurs de récupérer leur prime d'émission tout en préservant la motivation des managers pour qu'ils revendent la société au meilleur prix.

Classiquement, il y a un 1<sup>er</sup> rang où chacun récupère le nominal de ses actions et de plus en plus fréquemment, une proportion de 5 à 15 % du prix de vente de manière à ce que même en cas de vente à prix faible, les managers restent motivés.

Le 2<sup>e</sup> rang consiste pour les investisseurs à récupérer leur prime d'émission. Ils demandent parfois un multiple de 1,5 ou 2 fois la prime.

Puis, au 3<sup>e</sup> rang, le mécanisme peut être :

- soit « non-participating » (non cumulatif : le reliquat du prix après paiement des rangs 1 et 2 revient uniquement aux fondateurs jusqu'à ce qu'ils rattrapent leur pourcentage),
- soit « participating » (le reliquat est partagé dès le 3<sup>e</sup> rang proportionnellement).

Les investisseurs peuvent toujours opter pour une répartition purement proportionnelle.

On constate une forte pression des fondateurs pour un « catch-up/non-participating » au rang 3. Cette solution est encouragée par le Projet Galion, think tank regroupant les fondateurs de Criteo, Blablacar, PriceMinister...

Le mécanisme se complique avec l'accroissement des tours d'investissements. Des négociations entre les « series » d'investisseurs ont lieu avec des structures i) « senioried » (les paiements sont effectués dans l'ordre du tour, du plus récent au plus ancien), ii) « pari passu » (les séries sont payées sans hiérarchie au prorata) ou iii) hybrides « tiered » (certaines séries sont regroupées pari passu).

Au niveau des management packages, les trois décisions du Conseil d'Etat du 13 juillet 2021 sur les BSA et options imposant l'avantage obtenu comme un salaire lorsque l'avantage « trouve essentiellement sa source dans l'exercice par l'intéressé de ses fonctions de dirigeant ou salarié » ont conduit à une grande prudence. Les mécanismes spécifiquement créés pour l'incitation des salariés comme les BSPCE et les AGA sont désormais privilégiés.

Des mécanismes de plus en plus complexes sont mis en place pour s'assurer que les intérêts des différents groupes d'actionnaires soient alignés, avec l'objectif principal d'œuvrer ensemble pour obtenir le meilleur prix de cession tout en préservant la motivation des managers si les prix de sortie sont moins avantageux qu'espéré. La négociation et la rédaction de ces clauses nécessitent une vigilance accrue. ■