



Par Bernard Tézé,
associé partner,
DS Avocats

Start-up et gouvernance, aspects pratiques et mécanismes juridiques

Le terme « gouvernance » ou en français « gouvernement d'entreprise » évoque plutôt l'univers feutré des conseils d'administration de sociétés cotées que le monde féérique des start-up et leurs licornes. Pourtant ce sujet répond à un vrai besoin des start-up qui a fait l'objet de communications récentes et est de plus en plus crucial pour pérenniser leur développement.

L'IFA (Institut français des administrateurs) a publié un rapport l'an dernier remis au secrétaire d'Etat au Numérique, faisant suite au rapport en 2015. Ce rapport identifie sept clés d'actions concrètes pour stimuler la croissance à long terme des start-up via la gouvernance.

- i. le recours au mentorat notamment au sein d'incubateurs et d'accélérateurs ou de réseaux tels France Fintech ou France Biotech,
- ii. la confiance et transparence des relations avec l'organe de gouvernance,
- iii. l'indépendance pour éviter les conflits d'intérêts et débloquer des situations de veto,
- iv. la revue et validation de la stratégie,
- v. le soutien dans le management notamment en situation de décollage, voire d'hypercroissance,
- vi. le déploiement à l'international,
- vii. la pérennisation et le cadrage des mandats d'administrateur pour une gouvernance évolutive lorsque la start-up atteint une certaine taille.

Le projet Galion, monté par des entrepreneurs de la tech, a également planché sur le sujet ainsi que le réseau Entreprendre, l'APIA et d'autres associations ou organismes.

Pourquoi les start-up ont-elles un tel besoin de gouvernance ?

Comme tout créateur d'entreprise, le ou les fondateurs de start-up ont besoin de confronter leur jugement, d'avoir un regard extérieur pour prendre du recul et d'échapper à la solitude du dirigeant. De plus, structurellement en recherche d'investisseurs et en croissance, les start-up réunissent des intervenants aux profils bien marqués, par exemple des « business angels » et des fonds d'investissement dont les intérêts doivent être alignés avec ceux des fondateurs, ceci pratiquement dès le début de l'activité. La demande de gouvernance apparaît donc plus tôt que dans les entreprises classiques.

Tout d'abord dès la constitution, les fondateurs de start-up doivent prendre une première décision de gouvernance sur la répartition du capital et des mandats sociaux, car le niveau d'engagement des fondateurs n'est généralement pas égal. On observe souvent une équipe assez diverse de fondateurs avec des compétences plus ou moins clés et une motivation variable, or il n'y a qu'un président et le cas échéant quelques directeurs généraux.

Puis interviennent les salariés lorsque la start-up peut en recruter, avec la spécificité des BSPCE, mécanisme très attractif réservé aux start-up puisque la société émettrice doit avoir été

immatriculée depuis moins de 15 ans. Les BSPCE permettent aux salariés et aussi aux dirigeants et membres du board d'acquiescer à un prix fixé à l'avance des actions émises lors des prochains tours dans un cadre fiscal favorable et sécurisé.

Les start-up réunissent bien sûr des investisseurs qui rejoignent le tour de table à différents stades de développement et sont de plusieurs types : « love money » (famille, associations d'anciens, clubs d'investisseurs), fonds locaux/régionaux et « business angels » pour l'amorçage/« seed capital », puis des fonds professionnels pour les fameuses séries A, B, C, etc., jusqu'aux licornes (valorisées plus d'un milliard de US\$), décacornes (plus de dix milliards) ou centaures (générant plus de cent millions de revenus).

Les fonds peuvent être des acteurs publics (avec la BPI qui joue un rôle clé dans l'écosystème français), privés et/ou étrangers, des « industriels » (banques pour les fintechs, groupes pharmaceutiques pour les biotechs), des family offices...

Chaque groupe et « génération » d'investisseur a ses propres pratiques et exigences de gouvernance mais toutes visent à mettre en place des mécanismes d'« alignement d'intérêts » avec les managers.

C'est généralement à l'occasion de l'entrée de fonds professionnels que la gouvernance se structure plus formellement. Avant cette entrée, il s'agit plutôt de mentoring dans le cadre d'un incubateur/accélérateur avec le soutien d'un ou plusieurs entrepreneurs ou conseils expérimentés ou d'un advisory board moins formalisé.

Des techniques classiques sont utilisées et d'autres plus innovatrices se sont développées pour les start-up.

Parmi les techniques classiques, des organes allant de l'advisory board au conseil scientifique ou comité stratégique, peu importe la dénomination, jusqu'au conseil d'administration ou de surveillance peuvent être institués. Ils doivent être adaptés : un reporting lourd et un conseil d'administration formel ne conviendront généralement pas à une jeune start-up. En revanche la régularité des réunions avec le mentor ou l'organe informel et leur préparation est importante quelle que soit la taille de la start-up.

Quelques protections de base seront instituées comme une clause d'agrément en cas de cession de titres à des tiers (au niveau de l'assemblée ou du président), un droit de préemption des actionnaires existants sur les cessions, et une clause d'obligation de sortie conjointe (« drag-along ») pour ne pas être bloqué par un actionnaire très minoritaire en cas de cession de 100 %. Les fonds peuvent également demander un droit de sortie conjointe (« tag-along »), total en cas de changement de contrôle, ou proportionnel.

Concernant les décisions à prendre en commun, les plus sensibles sont celles touchant à l'évolution du capital et au départ des dirigeants.

La pratique du venture capital s'est montrée créative à propos des « management packages ». L'objectif essentiel est de s'assurer la coopération dans la durée des managers avec des mécanismes incitatifs pour les « good leavers » (la surperformance est rémunérée) et dissuasifs pour les « bad leavers » (en cas de départ anticipé par démission ou licenciement pour faute grave). Ces mécanismes ont cependant été fragilisés par la ju-

risprudence fiscale récente (arrêts du Conseil d'Etat du 13 juillet 2021) qui tend à considérer comme du salaire les avantages dont les salariés ont bénéficié en contrepartie des fonctions qu'ils exercent dans l'entreprise. Les BSPCE et autres mécanismes réglementés fiscalement comme les attributions d'actions gratuites (AGA) apparaissent comme un havre de sécurité dès lors que les conditions pour en bénéficier sont respectées.

Parmi les mécanismes innovants spécifiques aux start-up, il convient de citer les formules de « ratchet » et de « liquidation preference » (en français liquidation /cession préférentielle). Les formules de « ratchet » protègent les investisseurs si les prochains tours d'investissement se font sur des valorisations inférieures, dilutives pour eux. Des BSA permettent l'émission d'actions pour compenser cette dilution et la perte de valeur pour l'investisseur. Les clauses de « liquidation preference » quant à elles répartissent entre les managers et différents groupes 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 (voire un multiple) tout en préservant la motivation des managers pour qu'ils revendent la société au meilleur prix. Ces mécanismes visent donc à aligner les intérêts et contribuer à une gouvernance fluide dans des situations où des tensions peuvent survenir.

Enfin, les « boards », conseils ou comités, incluent de plus en plus fréquemment des représentants de plusieurs types d'investisseurs entrés à des dates différentes. C'est le cas général lorsque la start-up atteint une taille importante. La prise de décision devient plus complexe avec des stratégies d'alliance à géométrie variable, parfois d'ailleurs favorables aux managers. On dénote un recours accru aux administrateurs indépendants pouvant faire pencher la balance en faveur des managers ou des investisseurs. Les administrateurs indépendants ont une réelle utilité pour résoudre des situations conflictuelles, par exemple de sortie d'un fondateur ou de cession de tout ou partie des actions, dans l'intérêt de l'entreprise. Des droits de veto trop stricts pourraient conduire à des situations de blocage ou à des sorties trop automatiques par l'utilisation de put/call options, ou par la cession forcée ou même la liquidation de l'entreprise. Le pacte d'actionnaires peut donc confier aux administrateurs indépendants un rôle ou moins important de modérateur ou d'expert dans ce type de situation.

Une « bonne gouvernance », évolutive, avec un « board » bien diversifié tant du point de vue de la mixité (dans le respect de la loi Copé-Zimmerman lorsqu'elle s'applique¹) que de l'ouverture internationale est un critère apprécié par les investisseurs permettant aux start-up de structurer leur croissance, de l'accélérer et d'accéder, pour les plus dynamiques d'entre elles, au statut envié de licorne. ■

1. La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur des nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros.