

DOSSIER

VCs/entrepreneurs : le rapport de forces se rééquilibre

Conséquence du flot de liquidités qui se déploie dans la French Tech et de la forte compétition entre fonds, le contenu des pactes d'actionnaires devient plus favorable aux fondateurs des start-up.



Les start-up françaises lèvent toujours plus d'argent... Et cet afflux de liquidités a naturellement rééquilibré le rapport de forces entre fondateurs et fonds de capital-risque, au profit des premiers. « Avant, l'initiative était dans le camp des investisseurs et les fondateurs n'avaient pas vraiment voix au chapitre, rappelle Erwan Tostivint, avocat associé chez Villechenon. Cela change, et c'est une évolution pragmatique et bienvenue, qui se poursuit depuis déjà quelques années. La concurrence accrue entre les fonds en est une des causes. Mais les entrepreneurs sont aussi devenus plus éduqués et mieux organisés. » Exit, par exemple, les clauses de full ratchet, qui permettent aux VCs de se protéger en cas de valorisation en baisse lors d'un nouveau tour de table. On parle aujourd'hui davantage de « weighted average ratchet », souvent « broad-based », donc bien moins dilutifs pour les fondateurs. De même, les clauses de bad leaver, bien que toujours courantes, se sont allégées. « Elles sont désormais largement adoucies, notamment pour les managers salariés, à la suite d'évolutions jurisprudentielles survenues ces dernières années. Les investisseurs préfèrent aujourd'hui recourir à une option d'achat robuste, quitte à être moins agressifs sur son prix d'exercice », affirme Erwan Tostivint.

Impératif de vitesse

Cet allègement dans le venture est également constaté par David-James Sebag, associé de Gide, qui justifie le mouvement par « *un impératif de vitesse* ». « *On ne perd plus de temps après un signing de term sheet, dit l'avocat. Les fonds veulent aller vite car les fondateurs sont plus sophistiqués et les processus plus compétitifs. Les négociations sont beaucoup plus fluides et plus rapides qu'il y a cinq ans.* » C'est justement pour accélérer cette tendance qu'émergent des initiatives comme celles du collectif Galion, avec son modèle de term sheet de série A largement favorable aux fondateurs. L'important reste évidemment encore et toujours d'être tous alignés autour d'une valorisation « saine ». Car, bien sûr, les instruments légaux de protection des minoritaires ne prennent tout leur sens qu'à cette condition préalable. « *L'afflux de liquidités fait que les tours de table les plus importants deviennent aujourd'hui parfois spéculatifs. Il y a un manque de lucidité de certains investisseurs trop court-termistes, et des jeunes fondateurs séduits par les fortes valorisations. C'est d'autant plus contre-productif qu'on a toujours un problème de sorties en France* », confie Jean-David Chamboredon, CEO d'Isai. Le manque d'acquéreurs industriels en Europe fait en effet de la Bourse la piste de sortie toujours privilégiée. L'effort de négociation des tours de late-stage porte donc principalement sur les conditions de ces potentielles IPO. Et plus la valorisation retenue est haute (et spéculative), plus l'investisseur va vouloir se protéger, en rendant de fait plus compliquées les négociations parallèles avec un potentiel acquéreur stratégique. « *Les déboires outre-Atlantique servent de wake-up call, poursuit Jean-David Chamboredon. Ce qui s'est passé chez WeWork, avec une concentration des pouvoirs dans les mains d'Adam Neumann, peut survenir chez beaucoup de scale-up qui n'ont pas un modèle "rock solid" – nombre de ces sociétés sont dans une situation de "marche ou crève".* »

Le contre-pouvoir du board

Ce n'est sans doute pas un hasard si, au troisième trimestre 2019, un sondage de Fenwick & West laissait transparaître une hausse sensible dans l'utilisation des clauses de liquidation préférentielle « senior » sur les tours de late-stage nord-américains, avec à la clé prix minimum, ratchet, garanties de retour ou même droits de veto sur l'ensemble du projet de cotation. « *Les déconvenues de SoftBank permettront certainement aux Français de ne pas tomber dans les mêmes écueils, estime David-James Sebag. A l'avenir le late-stage devrait naturellement plus s'intéresser à la rentabilité des sociétés pour s'accorder avec les fondateurs autour d'une valorisation saine et mettre tout le monde sur un pied d'égalité.* » Ce début de changement de paradigme est aussi un énième argument en faveur de boards forts et servant véritablement de contre-pouvoir, là où ces organes sont plus souvent encore informels au stade de développement plus précoce. Pour Jean-David Chamboredon, « *il y a beaucoup d'éducation à faire en France sur la gouvernance. Les fondateurs peuvent avoir une position suffisamment forte pour avoir un board totalement acquis à leur cause – et cela est dangereux. Ils pensent que cette liberté de gestion les aidera. Mais cette liberté s'apparente parfois à une forme d'irresponsabilité avec des entrepreneurs consommant du cash plus que de raison en se disant que ce n'est pas le leur* ». **WILLIAM SADRIN**