



# EY VENTURY Avocats

MASTER CLASS - FT PARIS SACLAY

## COMMENT NÉGOCIER AVEC LES INVESTISSEURS ?

25 janvier 2021



VENTURY  
AVOCATS



# EY Ventury



La proximité d'une équipe de près de 30 avocats dédiés aux problématiques des start-up dans huit cellules locales en France, et notamment un bureau à Rennes implanté en janvier 2019 pour rayonner sur le Grand Ouest



Une approche pragmatique et innovante prenant en compte la dimension économique et opérationnelle, ainsi que la situation financière du projet ou de l'entreprise au-delà du conseil juridique et fiscal.



Un accompagnement à forte valeur ajoutée adapté aux spécificités de chaque projet ou de chaque entreprise.



Une expérience et une connaissance approfondie de l'écosystème des start-up depuis plus de 15 ans.



Une collaboration fondée sur un véritable partenariat pour accompagner l'évolution des entreprises, avec l'appui du réseau EY.

## Un écosystème

*pour accélérer le développement des startups*

Notre équipe a développé un réseau de partenaires, acteurs de l'écosystème des start-up, pour accompagner les startups dans la mise en œuvre de leurs idées et favoriser le succès de leurs projets.

# Chiffres Clés



Près de **30**

COLLABORATEURS dédiés aux start-up et entreprises innovantes



**8**

bureaux en FRANCE



Plus de **600**

START-UP accompagnées



Plus de **15** ans

D'EXPÉRIENCE au service des start-up et entreprises innovantes



Plus de **220**

MILLIONS D'EUROS levés par nos clients

# SOMMAIRE

- ▶ Introduction
- ▶ Intérêts en présence
- ▶ Chronologie des levées de fonds
- ▶ Clauses principales du pacte d'associés à négocier dès la LOI
- ▶ Un mécanisme particulier et rapide: le BSA AIR
- ▶ Conseils avant d'entamer une levée



# INTRODUCTION

# 01

# LA LEVÉE DE FONDS

## Définitions

### TECHNIQUE

- Une levée de fonds est une opération par laquelle une entreprise reçoit un investissement en fonds propres et/ou quasi fonds propres de la part d'un ou plusieurs investisseurs ;
- En contrepartie de leur investissement, les investisseurs reçoivent des actions et/ou d'autres valeurs mobilières (obligations, obligations convertibles, BSA, etc.) ainsi que certains droits concernant la gestion de l'entreprise, l'évolution de son actionnariat et le partage des revenus générés par elle.

### PRATIQUE

- Pour développer leur projet des associés fondateurs opérationnels vont accepter dans leur capital des associés financiers souvent non opérationnels.
- Il s'agit donc de mélanger dans un même espace des personnes différentes.
- Concrètement des étrangers habitent chez les fondateurs !

# LA LEVÉE DE FONDS

## PREMIER PARADOXE

Tous veulent le succès du projet !

Et pourtant les intérêts divergent :

- Côté fondateur : LIBERTÉ & MAITRISE
- Côté investisseur : SECURITÉ & CONTRÔLE

## SECOND PARADOXE

Levée de fonds = Succès

En réalité, c'est un mal nécessaire :

- Positif pour le projet (développement, levier, etc.)
- Compliqué pour les fondateurs





# LA LEVÉE DE FONDS

➤ Toutes les levées sont différentes

On peut tirer quelques règles de la pratique

➤ Tous les montants sont accessibles

- On ne lève pas ce que l'on veut quand on veut

- Le marché de l'investissement répond à certaines règles

➤ C'est une course de fond

➤ Tout est question de préparation





# LES TROIS QUESTIONS PRINCIPALES À SE POSER

1. QUAND ?
2. AUPRÈS DE QUI ?
3. COMBIEN ?

# ÉLÉMENTS DE RÉPONSE

## QUAND ?

- Si opportunité ou éligibilité
- Timing
- Trésorerie

## AUPRÈS DE QUI ?

- Différentes catégories :
  - Love money
  - Business angels
  - Fonds d'investissements
  - Fonds corporate
  - Industriels
  - Crowdfunding

## COMBIEN ?

Deux approches principales :

- En fonction du seul réel besoin
- En fonction du marché de l'investissement



# KIT NÉCESSAIRE POUR LEVER DES FONDS

Différentes options se présentent :

- Leveur de fonds
- Contact direct
- Contact sur prescription

Des documents à fournir :

- BP
- Pitch deck
- Executive summary



# LES INTÉRÊTS EN PRESENCE

# 02



# LES POINTS CLÉS

- ▶ La valorisation : fixation d'un prix pour les actions de la Société en rapport avec la valeur réelle ou potentielle de la Société
- ▶ La valorisation d'une société et son capital sont deux notions bien distinctes
- ▶ Les techniques de valorisation sont différentes suivant la typologie de société financée (sociétés traditionnelles = méthodes patrimoniales classiques vs startup = méthodes basées sur le potentiel)
- ▶ La clé de la valorisation pour une startup :
  - ▶ Le besoin de financement exprimé
  - ▶ La dilution maximale acceptable

# L'APPORT DES INVESTISSEURS

- ▶ Une prise de risque financière parfois difficile pour les établissements bancaires
- ▶ Des « best practices »
- ▶ Une analyse avec prise de recul de la situation
- ▶ Une technique, marketing et concurrentielle
- ▶ Des réseaux
- ▶ Une crédibilité pour des petites entreprises

# L'IMPACT DE L'ENTREE DES INVESTISSEURS

- ▶ Les pactes d'actionnaires donnent souvent des droits particuliers qui privent les dirigeants de tout ou partie de leur liberté
- ▶ La stratégie de l'entreprise va être *drivée* principalement par la génération de valeur et la valorisation de l'entreprise
- ▶ L'importance de créer une relation de confiance avec les investisseurs



# LES PRINCIPALES ATTENTES DES INVESTISSEURS

- ✓ S'assurer de la validité des informations transmises sur le projet
- ✓ S'assurer de l'affectation des fonds investis
- ✓ Effectuer un contrôle de la direction de la société
- ✓ Maîtriser l'entrée de tiers dans le capital social
- ✓ Assurer la rentabilité de leur participation et leur liquidité



# LES POINTS D'ATTENTION DES FONDATEURS

- ✓ Il est plus facile de faire fuir les investisseurs que de les attirer
- ✓ Il faut donc anticiper leurs points de vigilance qui peuvent évoluer avec le temps
- ✓ Les points critiques seront analysés en amont du deal
- ✓ Les autres seront audités durant la phase de DD

# LES POINTS D'ATTENTION DES FONDATEURS

- ✓ En dehors du domaine et de l'état d'avancement du projet, 3 points critiques :
- ✓ Le capital ou la RH (point crucial, il doit être cohérent dès la présentation du dossier et ne plus évoluer durant les négociations – *ex: distinguer opérationnels et passifs, prévoir des mécanismes de relation...*)
- ✓ L'IP et les contrats
- ✓ La valorisation (fonction du financement exprimé et de la dilution maximale acceptable)



LE  
DÉROULEMENT  
DES  
NEGOCIATIONS

03



# CHRONOLOGIE D'UNE OPÉRATION D'INVESTISSEMENT

1ères Négociations  
Valorisation

Audit  
Due  
diligence

Préparation  
des  
documents  
juridiques

Partenariat  
Fondateurs/  
investisseurs

Signature LOI  
(« Term Sheet »)

- Offre d'investissement
- Valorisation
- Conditions suspensives

Réalisation de l'opération  
(le « Closing »)

- AGE
- GAP
- Pacte



# La LOI - contenu

Pool d'options pour reluer les hommes clés



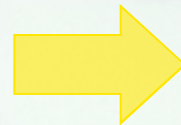
- BSPCE;
- Mécanismes de réversion de plus-value;
- BSA relatifs (rare car risqué fiscalement et socialement).

Schéma de gouvernance



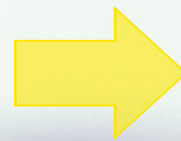
- Conseil d'administration ou comité stratégique;
- composition;
- Pouvoirs;
- Veto des investisseurs.

Contenu du futur Pacte



- Régime des cessions (inaliénabilité, préemption, sorties conjointes (tag along), engagement de céder (drag along), RDV liquidité, et liquidité préférentielle);
- Pouvoirs des investisseurs (*ratchet, liquidation préférentielle, priorité et non dilution, reporting*);
- Contrôle des managers;
- Déclaration GAP.

Conditions de réalisation du deal



- Calendrier, exclusivité;
- Conditions préalables (*domaines audités, accords des comités d'investissement des fonds*);
- Budgets.

# POINTS ESSENTIELS DE LA LOI

A minima, tous les points évoqués ci-avant doivent être purgés au stade de la LOI.

- Il faut rechercher avant tout un deal « fair » sachant qu'en ouvrant la négociation les investisseurs peuvent vouloir « le beurre et l'argent du beurre.... » ;
- Deux grandes tendances :
  - ✓ Un deal ultra protecteur financièrement pour l'investisseurs (par conséquent, les fondateurs doivent garder les mains libres...)
  - ✓ Un deal ultra interventionniste dans la gestion (par conséquent, les intérêts financiers doivent être alignés) ;

La vérité est souvent entre les deux.



**Site Usage**

|                  |                            |
|------------------|----------------------------|
| 7,649 Visits     | 43.64% Bounce Rate         |
| 25,423 Pageviews | 00:04:08 Avg. Time on Site |
| 3.32 Pages/Visit | 28.30% % New Visits        |



**Content Overview**

| Pages                           | Pageviews | % Pageviews |
|---------------------------------|-----------|-------------|
| /                               | 5,932     | 23.33%      |
| /information-resources          | 1,306     | 5.14%       |
| /decisions                      | 867       | 3.41%       |
| /information-privacy            | 697       | 2.74%       |
| /information-privacy-guidelines | 692       | 2.72%       |



**Visits**

| Page                            | % New Visits | Bounce Rate |
|---------------------------------|--------------|-------------|
| /                               | 27.27%       | 43.55%      |
| /information-resources          | 19.19%       | 74.07%      |
| /decisions                      | 56.52%       | 39.13%      |
| /information-privacy            | 95.45%       | 40.91%      |
| /information-privacy-guidelines | 92.31%       | 38.46%      |
| /                               | 85.71%       | 28.57%      |
| /information-resources          | 100.00%      | 16.67%      |
| /decisions                      | 40.00%       | 0.00%       |
| /information-privacy            | 0.00%        | 80.00%      |

# L'AUDIT



# LA PHASE D'AUDIT – Les atouts audités

## ATOUS AUDITES

- Une histoire capitalistique cohérente;
- Des avancées business traçables;
  - Contractualiser chaque étape (NDA, pré-contrat, partenariat R&D etc.);
  - Demander des LOI business à vos futurs partenaires;
  - Concrétiser par des dépôts votre stratégie PI.
- Une stratégie mesurée mais audacieuse;
  - Opter pour une valorisation adaptée à chaque situation et anticiper les mécanismes de corrections;
  - Mettre en place des outils de valorisation:
    - Outil central à la négociation;
    - Attention, la pratique a tendance à augmenter sa valeur juridique.

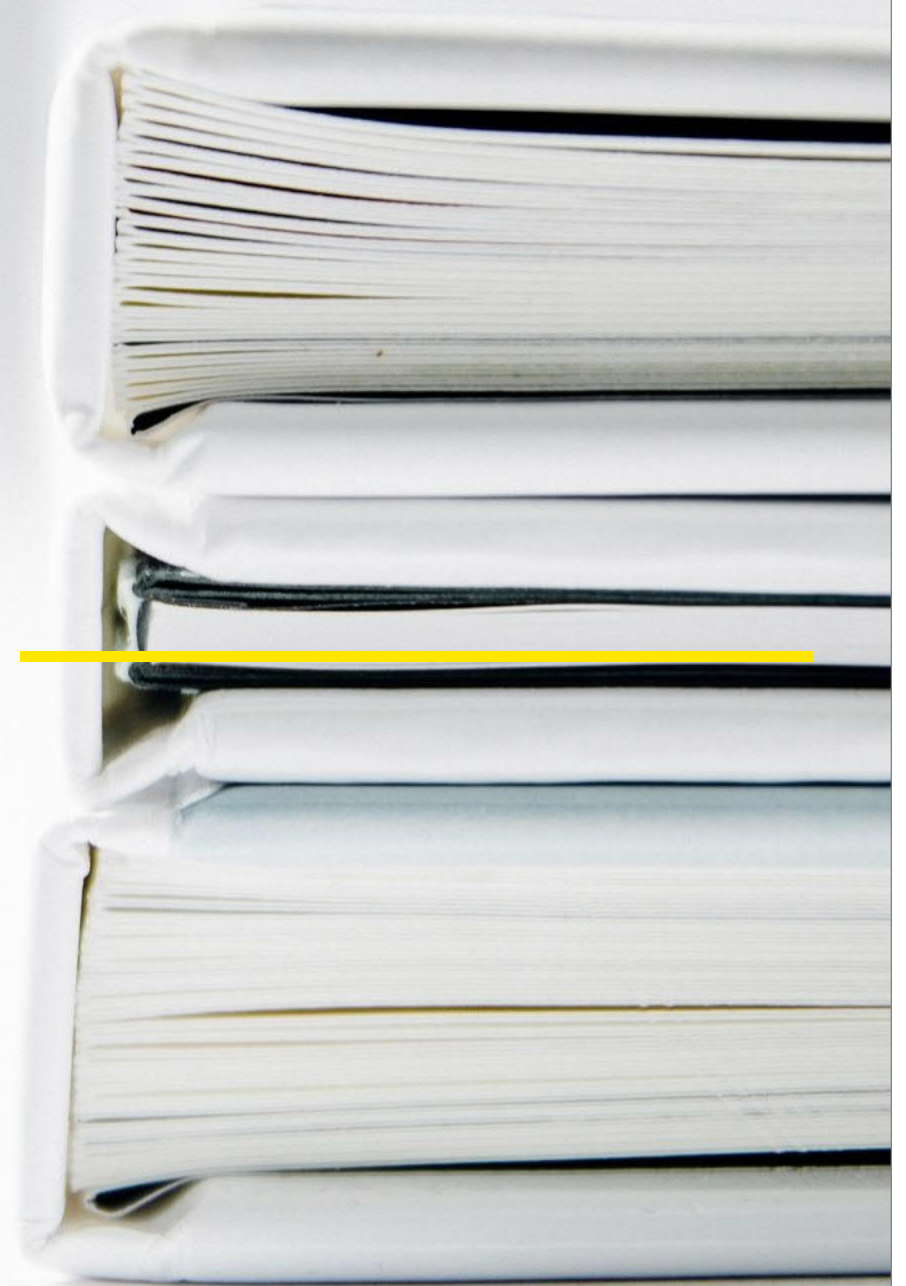


# LA PHASE D'AUDIT - Les risques audités

## RISQUES AUDITES

- La gouvernance et le partage initial du capital (RH):
  - La structuration initiale du capital sera *challengee*;
  - Lors des négociations il faut mettre en avant les Hommes clés;
  - Effectuer les corrections nécessaires (ou les avoir envisagées ou faites avant).
- Les aspects financiers et fiscaux;
  - Tenue comptable rigoureuse;
  - Tenue fiscale sans risque (JEI, CIR, immobilisation R&D).
- La Propriété Intellectuelle:
  - Tous les actifs doivent appartenir à la société;
  - Chaque actif doit être traçable
- Les aspects sociaux;
- Les aspects contractuels:
  - Valider en amont la licéité de l'activité;
  - Valider en aval la licéité de l'activité (CGU, CGV etc).

LE PACTE  
D'ASSOCIÉS



# AVANTAGES ET LIMITES DU PACTE

## AVANTAGES

- Flexibilité (sur mesure).
- Aménagement des règles relatives au fonctionnement de la société ainsi qu'aux intérêts respectifs des associés ou groupe d'associés.
- Liberté contractuelle (non permise dans certaines formes).
- Confidentialité.
- Modification à l'unanimité par avenant (gage de stabilité, solidité).
- Durée préfixe.

## LIMITES

- Effet relatif des contrats: inopposabilité du pacte aux tiers.
- Adaptable à toute formes de société (pour le cas de transformation).
- Hiérarchie des contrats (en principe les statuts prévalent - nullité des clauses contraire).
- Nécessité de bien penser le pacte et les situations de blocages éventuels en cas d'inexécution.



**Nouveauté :**

**Article 1221 et 1222 du code civil: possibilité d'exécution forcée.**

# LES TYPOLOGIES DE PACTES

*Attention : Chaque typologie de pactes répond à des risques distincts qu'il convient d'anticiper lors de la rédaction.*



Les pactes fondateurs

Les pactes  
opérationnels/non  
opérationnels  
*(cas notamment de l'enseignant  
chercheur bénéficiaire d'un  
régime particulier).*

Les pactes égalitaires  
*(déconseillés)*

Les pactes anticipant le  
financement par *love  
money* et l'actionnariat  
salarié






Les pactes incluant des  
investisseurs tel que les  
VC



# LES PRINCIPALES THÉMATIQUES

Tout d'abord il faudra identifier les catégories de signataires (*hommes clés, opérationnels, investisseurs dormants (love money, BA en défiscalisation, VC...)*).

Puis les thèmes principaux abordés au sein du pacte seront les suivants:

- Gouvernance de la société 
- Modalités de transmission des titres 
- Liquidité des investisseurs 
- Engagements des fondateurs et opérationnels 
- Clauses générales 

# GOUVERNANCE DE LA SOCIETE



- Création d'organes de direction extrastatutaires
- Droit de vote : majorités, veto, renonciation temporaire...
- Information : informations étendues fournies aux investisseurs... (périodicité et format souvent défini)
- Limitation de pouvoir : soumission de certaines décisions stratégiques (cession ou acquisition d'actifs, fusion, augmentation du capital, emprunt etc..) à l'accord préalable des investisseurs ou certains groupes d'actionnaires minoritaires.

# MODALITÉS DE TRANSMISSION DES TITRES

- Clauses de préemption : en cas de cession de ses titres ou parts le cédant offrira d'abord aux membres du pacte la possibilité de les lui racheter (rang de préemption possible).
- Clauses de non dilution: les associés majoritaires garantissent aux minoritaires, à l'occasion de toute nouvelle augmentation de capital le droit de souscrire à cette augmentation (ou une suivante dans un certain délai à eux réservée) afin de maintenir leur participation à un niveau identique à ce qu'il était lors de leur entrée au capital.
- Clauses de sortie conjointe proportionnelles ou totales « tag along » permettant aux minoritaires de vendre leur participation aux mêmes conditions financières que les majoritaires/fondateurs ou de sortir en leur lieu et place.
- Clauses de « drag along » (engagement de céder) : obligent les minoritaires à vendre leur participation si les majoritaires ou une large partie des actionnaires disposent d'une offre d'acquisition sur l'ensemble des titres de la société.

**Attention : les modalités de définition du prix de rachat des titres doivent être définies avec prudence...**



# LIQUIDITE DES INVESTISSEURS



- Clause de rendez-vous: défini une période pour envisager la sortie des investisseurs
- Clause d'IPO de mandat de vente: Clause visant à permettre aux investisseurs à défaut de liquidité à une certaine date de faire introduire la société sur un marché ou de donner un mandat de vente de 100% de la société à une banque d'affaire
- Clause sur la politique de dividende à un certain stade de maturité.
- Clause sur la réversion de plus value en cas d'atteinte d'un TRI par les investisseurs en sortie (souvent couplé à la négociation de la valorisation d'entrée).
- Clause prévoyant un plan d'émission de BSPCE au bénéfice des fondateurs (souvent couplé à la négociation de la valo d'entrée) ainsi que les plans vis-à-vis des salariés (sujet de la dilution globale).

# ENGAGEMENTS DES FONDATEURS ET OPÉRATIONNELS



- Clauses d'exclusivité : obligent les fondateurs à exercer durablement et exclusivement leur activité pour le compte de la société après l'entrée au capital des investisseurs (voir possibilité de définir des éventuelles dérogations) ;
- Clauses de non concurrence : définition de l'activité concurrente, définition des éventuelles dérogations, attention compatibilité contrat de travail;
- Clauses d'inaliénabilité : conservation des titres pendant une certaine durée (si pas prévu dans les statuts ou plus longue);
- Clause de cession et promesse de cession des droits de propriété intellectuelle antérieurs ou postérieurs à la création de la société;
- Clauses de « *bad leaver* » : sanctionnent le départ fautif d'un associé/salariés bénéficiaire d'un plan d'intéressement en titres, en organisant la cession de ses titres au profit des autres associés par l'exercice d'une promesse de vente moyennant un abattement conséquent sur la valeur des actions cédées par rapport à une valorisation dite de marché

A hand holding a magnifying glass over the word 'FOCUS'. The magnifying glass is held by a hand from the bottom right, and the word 'FOCUS' is centered within the lens. The background is a blurred outdoor scene with blue and orange tones.

# FOCUS

## UNE SPÉCIFICITÉ STARTUP : LE BSA-AIR

© 2019 Propriété d'EY VENTURY Avocats.  
Cette présentation, à votre seul usage interne, est indissociable des éléments de contexte qui ont permis  
de l'établir et des commentaires oraux qui l'accompagnent.



# LE BSA-AIR

## DEFINITION

BON DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS (BSA) – ACCORD D' INVESTISSEMENT RAPIDE (AIR)

Inspiré du « SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY » (SAFE), conçu par l'accélérateur Y COMBINATOR en 2013.

- levée de fonds classique très simplifiée;
- l'investisseur ne devient actionnaire de la société que de manière différée, lors de la survenance d'un événement ultérieur (*prochaine levée de fonds*)
- principaux intérêts :
  - ne pas fixer/figer de valorisation de la société lors de la souscription ;
  - Les fonds vont directement sur le compte courant de la société.

# LE BSA-AIR : INTERET POUR LA START-UP ET L'INVESTISSEUR

## INTERET

- ✓ Pour la start-up:
  - Lever des fonds rapidement et économiquement;
  - Figurer le débat sur la valorisation;
  - Absence d'émission immédiate de nouvelles actions;
  - Augmentation de ses fonds propres;
  - Absence d'intérêt à payer # dette.
  
- ✓ Pour l'investisseur:
  - La souscription sur la base d'un taux de décote;
  - L'encadrement de la valorisation par la mise en place d'un « *tunnel de valorisation* » (détermination d'un « *cap* » + « *floor* »).

# LA LEVÉE DE FONDS - SYNTHÈSE

## CONSEILS

- Anticiper la durée du processus (entre 3 et 12 mois) ;
- Bien identifier les hommes clés et les stabiliser durant toute la phase de négociation ;
- Anticiper l'identification des risques du projet ;
- Se faire accompagner :
  - ✓ Pour affronter sereinement la technicité du *deal* ;
  - ✓ Pour laisser un porte-parole gérer les aspects de négociations directes et préserver la relation de confiance avec l'Investisseur.





MERCI DE VOTRE  
ATTENTION



VENTURY  
AVOCATS



EY

# VOS CONTACTS

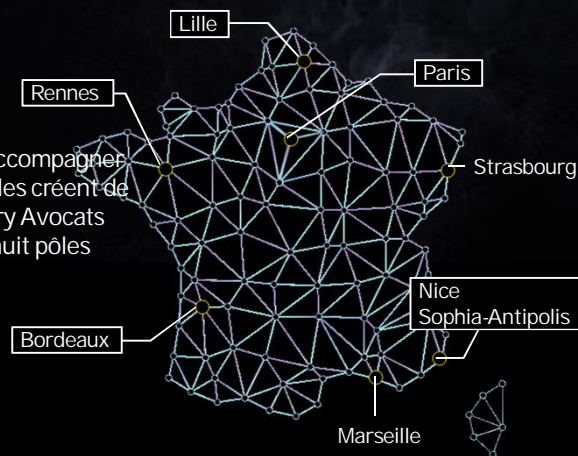


Nicolas IVALDI  
[Nicolas.Ivaldi@ventury.ey-avocats.com](mailto:Nicolas.Ivaldi@ventury.ey-avocats.com)



Soline QUIDET  
[Soline.Quidet@ventury.ey-avocats.com](mailto:Soline.Quidet@ventury.ey-avocats.com)

Dans la volonté d'accompagner les start-up là où elles créent de la valeur, EY Ventury Avocats est implanté dans huit pôles d'innovation :



# LEXIQUE

- AGE: Assemblée Générale Extraordinaire
- BSPCE: bon de souscription de parts de créateurs d'entreprise
- BSA: bon de souscription d'actions
- BP: business Plan
- Closing: jour de la signature de la documentation
- DD: due diligences
- GAP: garantie d'actif et de passif
- LOI : letter of intent (équivalent de « lettre d'intention » ou de la « termsheet »)
- NDA: non-disclosure agreement