



Aspects juridiques de coopération d'une startup avec un fonds d'investissement, depuis la négociation du contrat d'investissement jusqu'à la sortie des capitaux du fonds

Pendant l'évolution de la plupart des sociétés qui, au premier stade de leurs opérations, s'orientent vers une activité innovante (« **startup** ») arrive un moment où le bootstrapping consistant à nourrir la startup uniquement de ses propres deniers, ne suffit plus à assurer un développement de la société qui soit efficace. C'est le cas lorsque l'idée développée au sein de la « jeune pousse » a été appréciée et validée par le marché et affiche un fort potentiel de recettes mais, en même temps, cette société ne dispose pas de moyens financiers adéquats pour lancer son produit sur le marché et en démarrer la commercialisation. Cette étape dans l'activité d'une startup, communément appelée « vallée de la mort », est caractérisée par un net surplus de dépenses par rapport aux rentrées.

La manière la plus répandue pour sortir de cette « vallée de la mort », est de faire appel à des financements externes. Mis à part les crédits d'investissement, les startups choisissent souvent de collaborer avec un fonds de *venture capital* (« **fonds VC** ») ou encore de « capital risque ». L'avantage indiscutable de ce type de financement est le fait que la société obtient les ressources pour se développer sans avoir à s'endetter, et peut bénéficier du savoir-faire des représentants du fonds VC et de leur expérience en affaires. L'un des défauts les plus sérieux en est en revanche la perte partielle de son autonomie ou de son indépendance.

Pour garder le plus grand contrôle de leur startup, ainsi financée par un fonds VC, pendant la durée de la coopération avec le fonds, qu'au moment où le fonds sortira du projet, les fondateurs de la société « start-up » devraient insérer dans le contrat d'investissement des clauses qui soient pertinentes et adaptées.

Or, avant la signature du contrat d'investissement, la startup et le fonds VC négocient habituellement un document préliminaire décrivant les aspects fondamentaux de l'investissement (« **term sheet** »). De règle, le *term sheet* n'a pas la force contraignante que pourrait apporter un contrat en bonne et due forme, mais définit les conditions limites du contrat d'investissement, telles

que la valorisation de la startup ou encore les principaux critères d'obtention de financements.

Pour éviter de négocier deux fois les mêmes questions, il convient de s'assurer que le contrat d'investissement restera cohérent avec les conditions décrites dans le *term sheet*. En dehors des conditions de financement, le contrat d'investissement doit définir et préciser les droits corporatifs accordés au fonds VC. Les créateurs des startups ont en général tendance à se concentrer à l'excès sur les conditions de financement, omettant ainsi de définir les règles et modalités de gestion des affaires courantes de la société, et de l'élection de ses instances. Lors des négociations d'un contrat d'investissement il convient également d'étudier attentivement les pouvoirs et compétences attribués au fonds VC en matière de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance et dans d'autres domaines (par exemple le pouvoir de contraindre les autres associés à céder leurs parts sociales). Il est également judicieux de fixer la rémunération due aux fondateurs de la startup activement impliqués dans son développement. Il reste possible que le fonds VC essaie d'écarter une partie ou l'ensemble des créateurs de la startup du travail à l'intérieur même de l'entreprise en y substituant ses propres « managers ». C'est la raison pour laquelle la question du recrutement doit être soigneusement analysée. De plus, une fois les clauses du contrat d'investissement définies et approuvées par les deux parties, il faudra en vérifier la cohérence avec le contrat de la société.

Le contrat d'investissement standard définit, outre les questions déjà mentionnées, les conditions de sortie du fonds VC de son investissement. Alors que, dans la phase d'implication du fonds VC dans la réalisation de l'investissement, les intérêts des créateurs de la startup et du fonds VC sont généralement convergents, et se traduisent par l'aspiration à maximiser la valorisation de l'entreprise sur son marché, ces intérêts peuvent diverger quand le fonds VC désinvestira. Il est courant que le fonds VC sorte de son investissement au bout de 5 à 7 ans, et tente d'en obtenir un prix maximal pour ainsi améliorer son

Cabinet d'Avocat
SSW Spaczyński, Szczepaniak i Wspólnicy sp. k.

Bureau à Varsovie
Rondo ONZ 1
00-124 Varsovie

T: +48 22 544 87 00
F: +48 22 544 87 01
warszawa@ssw.pl

Bureau à Poznań
ul. Mielżyńskiego 14
Okraglak, 7^{ème} étage
61-725 Poznań

T: +48 61 625 16 00
F: +48 61 625 16 01
poznan@ssw.pl

www.ssw.pl



Aspects juridiques de coopération d'une startup avec un fonds d'investissement, depuis la négociation du contrat d'investissement jusqu'à la sortie des capitaux du fonds

retour sur investissement. De leur côté, les fondateurs de la startup souhaitent conserver le contrôle de leur société et maintenir leur engagement dans cet investissement.

Dans la pratique, la plupart des contrats d'investissement contiennent la clause *drag along* dont le bénéfice est réservé au fonds VC. En simplifiant, cette clause attribue au fonds VC le droit d'exiger des autres associés de la startup de se joindre à la transaction de sortie de l'investissement, de manière à ce que le potentiel repreneur de l'entreprise puisse alors acquérir l'intégralité des parts sociales (ou en devenir l'associé majoritaire). L'exclusion de la clause *drag along* du contrat d'investissement est généralement impossible eu égard à la position prépondérante dont le fonds VC se prévaut lors des négociations. Il est cependant opportun de négocier dès le début cette clause de telle sorte que les fondateurs de la startup se voient garantir les conditions les plus favorables du point de vue de leurs propres intérêts. En particulier, il est avisé de réserver aux créateurs de la société le bénéfice de la clause *tag along* qui les protégera et les préservera d'une situation désagréable consistant à se retrouver dans la posture d'associés minoritaires détenteurs d'un paquet de parts sociales très difficilement aliénable.

En plus de la clause *drag along*, les contrats d'investissement passés avec les startups contiennent très fréquemment la clause de *liquidation preference* qui fixe les conditions préférentielles de la « sortie des capitaux » du fonds VC. Cette clause stipule qu'en cas de vente de la société, l'investisseur privilégié (fonds VC) récupérera un montant garanti correspondant à la valeur des fonds initialement investis dans la startup, majorée du taux de rendement annuel préalablement convenu, et ceci indépendamment du prix auquel la startup tout entière serait vendue, et sans prise en compte de la composition du collège de ses propriétaires. Une fois cette condition remplie, le solde de capitaux est distribué selon les critères détaillés pour lesquels les parties se sont concertées au préalable.

De même que pour la clause *drag along*, il est pratiquement impossible que les créateurs de la startup, occupant une position plus « faible » dans les négociations avec le fonds VC, puissent échapper à l'inscription dans le contrat de la clause de *liquidation preference*. Il est néanmoins pertinent de tenter d'en négocier un libellé qui soit pour eux le plus avantageux possible.

Le processus qui mène à la formalisation de la coopération avec un fonds VC prend d'ordinaire plusieurs mois et s'accompagne de négociations de multiples questions très complexes, de nature juridique, financière et touchant à l'exercice des affaires.

Si vous avez fondé une entreprise « jeune pousse » et que vous êtes à la recherche d'investisseurs, veuillez nous contacter. Les experts de notre Cabinet vous assisteront tout au long du processus d'investissement pour protéger vos intérêts et vos droits, aussi bien pendant la durée de la collaboration avec le fonds VC qu'au moment de la sortie de ses capitaux.



Patrycja Goździowska
Partner, Conseillère Fiscale
Patrycja.Gozdziowska@ssw.pl



Jędrzej Figurski
Junior Associate
Jedrzej.Figurski@ssw.pl

Cabinet d'Avocat
SSW Spaczyński, Szczepaniak i Wspólnicy sp. k.

Bureau à Varsovie
Rondo ONZ 1
00-124 Varsovie

T: +48 22 544 87 00
F: +48 22 544 87 01
warszawa@ssw.pl

Bureau à Poznań
ul. Mielżyńskiego 14
Okraglak, 7^{ème} étage
61-725 Poznań

T: +48 61 625 16 00
F: +48 61 625 16 01
poznan@ssw.pl

www.ssw.pl