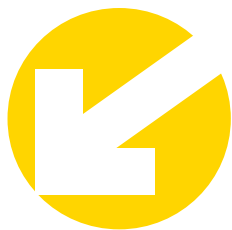


# **DU LABO À LA STARTUP**

Guide de survie pour  
entrepreneurs deeptech,  
par les investisseurs  
et acteurs académiques



# AVANT-PROPOS

Lancé en 2019, le Plan Deeptech avait pour ambition de faire de la France un acteur majeur de l'innovation de rupture à l'échelle internationale, grâce au développement d'un large écosystème de startups mobilisant des technologies à la pointe de la recherche. Initialement doté de 3 milliards d'euros, il a vu ses moyens largement renforcés par le programme France 2030.

L'ambition portée par le gouvernement était de plus que doubler le flux existant avec un objectif de création de 500 startups par an. Pour atteindre cet objectif, un des piliers de l'action de **Bpifrance** réside dans le développement de relations denses entre l'ensemble des acteurs de l'écosystème deeptech.

Les sociétés de gestion de fonds d'investissements en capital risque (les VC) et les organismes de transfert technologiques (les OTT), qui conjointement développent et financent les startups à leurs débuts, en sont des acteurs clefs. Issus de cultures différentes, avec des pratiques professionnelles parfois opposées, ils n'en demeurent pas moins deux compagnons importants dans la longue histoire de montée en puissance d'une startup deeptech.

Cette situation peut mettre parfois le projet en difficulté, en particulier à deux moments clefs de son démarrage : lors de la négociation des licences de propriété intellectuelle et lors de la négociation du pacte d'actionnaires. C'est en particulier le cas lorsque les porteurs de projets sont des primo entrepreneurs ; ils peuvent alors développer un fort sentiment de défiance et faire des choix qui s'avèreront défavorables pour le bon développement de leur entreprise.

Dès lors, **Bpifrance**, tout au long de l'année 2022, a animé des échanges entre des représentants d'OTT et de VC, afin de mieux partager leurs contraintes, leurs attentes et leurs objectifs. De ces travaux est née la conviction qu'un meilleur alignement des pratiques était nécessaire. Au fil des échanges s'est construite une vision partagée, ainsi qu'un accord autour de références communes.

Ce guide à destination des porteurs de projets en est la synthèse, afin qu'ils puissent mieux connaître leurs interlocuteurs et s'inscrire dans une relation de confiance. Il s'appuie sur de nombreux travaux préexistants, auxquels il fait parfois référence, sans chercher à les substituer. Il ne propose pas de vérités définitives. Il s'agit simplement d'un exposé, clair et structuré au mieux, d'une année de discussions entre OTT et VC sur ces deux documents charnières de la constitution d'une startup : la licence de propriété intellectuelle et le pacte d'actionnaires.

J'espère qu'il sera un recours précieux et intelligible dans des moments qui peuvent être tendus, et qu'il donnera aux porteurs de projets les clefs pour déchiffrer l'échiquier parfois sibyllin sur lequel se joue ces négociations fondamentales.

J'espère aussi qu'il est la première pierre d'un chemin visant à standardiser au mieux les pratiques sur ces sujets afin d'attirer vers la deeptech un nombre croissant d'entrepreneurs et de fonds d'investissements.

**Paul-François Fournier**  
Directeur exécutif Innovation, **Bpifrance**



# DU LABO À LA STARTUP

Guide de survie pour  
entrepreneurs deeptech,  
par les investisseurs  
et acteurs académiques

## AVANT-PROPOS ..... 02

## 01. LA NÉGOCIATION DES LICENCES ..... 06

- 1.1 Comment préparer la négociation d'un contrat de licence ?...12
- 1.2 Quels sont les enjeux du contrat de licence  
et de ses différentes clauses ? .....32

## 02. LE PACTE D'ACTIONNAIRES ..... 44

- 2.1 Pourquoi un pacte d'actionnaires ? .....48
- 2.2 Un pacte ou des pactes ? .....66
- 2.3 Quels sont les grands objectifs du pacte d'actionnaires ? .....76
- 2.4 Comment le pacte permet-il de protéger  
toutes les parties prenantes ? .....82

## REMERCIEMENTS ..... 88

**LA NÉGOCIATION**  
...

...  
**DÈS LICENCES**

**01.**

Le contrat de licence, comme le pacte d'actionnaires, est un document structurant pour toute startup Deeptech qui démarre : c'est la licence qui confère à l'entreprise naissante un droit d'exploitation sur une technologie. Sans licence, la propriété intellectuelle issue d'un laboratoire ne peut pas être transférée, et donc ne peut pas être exploitée commercialement. En effet, lorsque des travaux de recherche aboutissent à un résultat exploitable commercialement, la propriété intellectuelle de l'innovation est sécurisée au nom des copropriétaires. Dans ces conditions, c'est bien le contrat de licence qui encadre l'exploitation de cette propriété intellectuelle par une société.



## Qu'est-ce qu'un contrat de licence pour une startup deeptech ?

Le contrat de licence est l'acte qui matérialise la concession des droits d'exploitation d'une technologie selon un périmètre défini (territoire, domaine, exclusivité, non exclusivité, conditions financières, etc.)

Sa négociation implique nécessairement le porteur de projet, et un organisme de valorisation (OTT<sup>(1)</sup>).

Il s'agit d'une réelle négociation commerciale, qui varie en fonction de l'activité, de la technologie concédée, du modèle économique et du potentiel de développement de chaque startup en création. **Il n'existe pas de contrat de licence type.**

Cette licence sera un élément clef de la vie de la startup : elle encadre l'ensemble des activités de la startup, et impacte son potentiel de valeur de manière significative : à la sortie, mais également dès le départ de l'activité de la startup. Elle est un élément de préoccupation et de mobilisation central tant des Organismes de Transferts de Technologie (OTT), que des investisseurs actuels et futurs. C'est particulièrement le cas des fonds de Venture Capital (VC), qui prendront les premières participations au capital de la startup. Étant donné cette pluralité d'acteurs et ces enjeux, la durée de négociation peut s'étendre sur un an ou plus.

Au regard de l'importance de cette négociation pour le projet d'entreprise, il est fondamental que les porteurs de projets soient armés pour l'aborder. Ce guide vise à permettre à tout porteur de projet de startup deeptech (actuel ou futur) de saisir les enjeux et les grands thèmes de la négociation de licence. Et ainsi de lui permettre de gagner en crédibilité auprès de ses futurs partenaires et investisseurs.

## Dans ce chapitre, nous verrons :

1

**Comment aborder la négociation d'un contrat de licence, tant dans l'état d'esprit que dans la pratique, en comprenant les attentes de l'ensemble des parties**

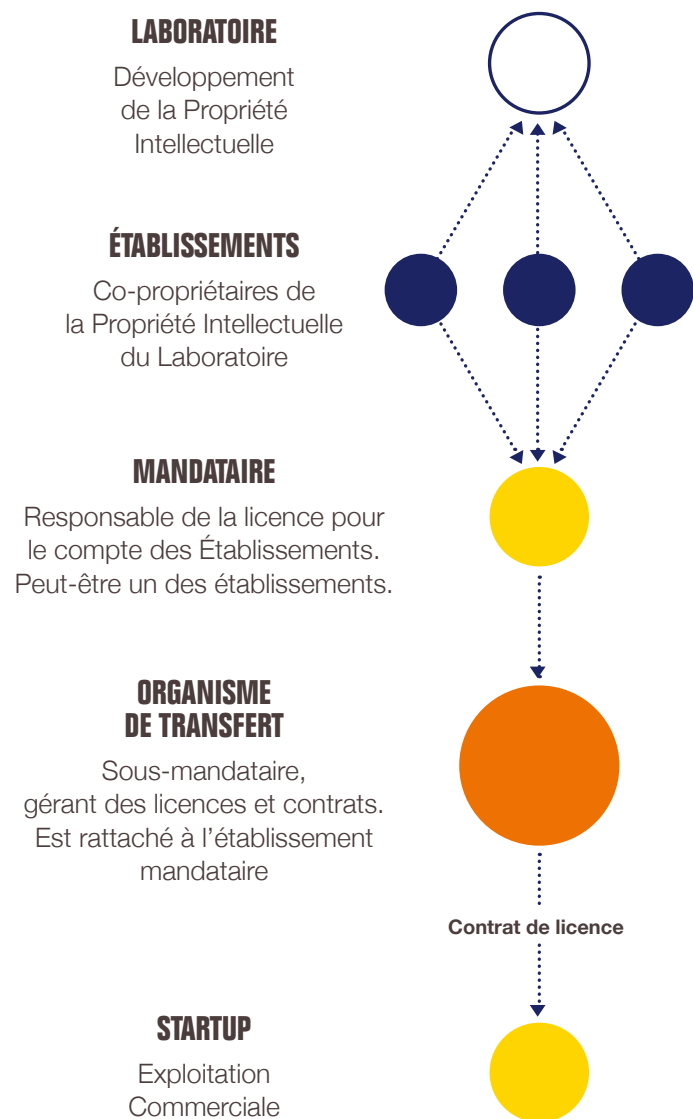
2

**Quelles sont les grandes clauses d'un contrat de licence, et comment les négocier.**

Ce document ne vise pas à proposer un modèle de contrat de licence devant servir à toute négociation. Il ne saurait exister de cadre commun à l'ensemble des activités des startups deeptech dans la multitude de secteurs qu'elles couvrent. Toutefois, ce guide donne des bonnes pratiques actionnables et recommandées pour tous les entrepreneurs, quelle que soit la nature de leur projet.

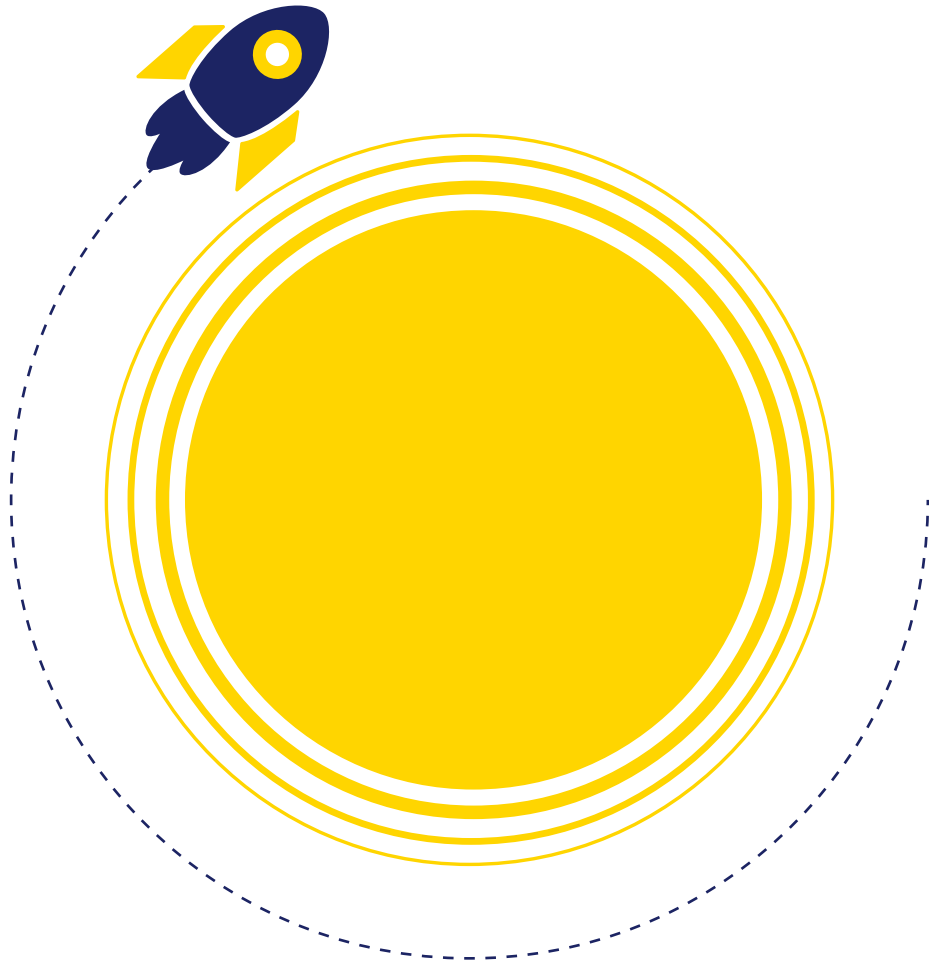
<sup>(1)</sup> En France, il existe un réseau de 13 sociétés d'accélération du transfert de technologie (SATT). Les SATT à elles seules ne représentent pas tous les OTT. <https://www.satt.fr/le-reseau-satt/>

En préambule, nous proposons un petit aparté sur les acteurs qui entrent en jeu dans le cadre d'une négociation de licence :



À noter que le laboratoire est souvent géré par plusieurs établissements, qui désignent parmi eux un mandataire de la propriété intellectuelle développée par ce laboratoire. La désignation du mandataire peut prendre du temps, parfois plusieurs mois ; cela retarde d'autant le début des négociations du contrat de licence.

Par ailleurs, l'établissement mandataire peut déléguer la gestion des contrats de licence à un sous-mandataire : l'organisme de transfert. C'est avec cet organisme que la startup négocie les conditions d'exploitation de la propriété intellectuelle développée dans le laboratoire et propriété conjointe des établissements.



**COMMENT  
PRÉPARER  
LA NÉGOCIATION  
D'UN CONTRAT  
DE LICENCE ?**

**1.1**

Aborder une négociation, c'est d'abord adopter un certain état d'esprit, un *mindset*. Dans le cas d'un chercheur et futur entrepreneur, celui-ci n'est pas nécessairement intuitif : c'est un exercice nouveau, qui demeure pourtant la clef d'une négociation réussie. Se lancer dans une négociation autour de la propriété intellectuelle de sa propre invention, qui sera au départ l'actif principal de son entreprise, implique donc d'arriver préparé :

- comprendre la nécessité juridique de cette négociation, en distinguant les concepts de paternité et de propriété de son invention ;
- comprendre les mécanismes de valorisation d'un actif intangible (la propriété intellectuelle), et son périmètre, qui peut également être complété par d'autres actifs, plus tangibles : molécule, prototype, etc.) ;
- comprendre quelles sont les parties prenantes à cette négociation et quels sont leurs intérêts respectifs.



## Le chercheur/entrepreneur est-il le propriétaire de son invention ?

Le transfert de technologie vise, par essence, à permettre l'exploitation commerciale d'une invention réalisée dans le cadre de travaux de recherche scientifique. Cela peut être le cas lorsqu'un industriel ou un grand groupe souhaite utiliser et commercialiser une invention : il devra dans ce cas acquérir les droits d'utilisation de cette invention, qui est la propriété intellectuelle des institutions de tutelle du laboratoire au sein duquel cette invention a été réalisée.

Mais que se passe-t-il dans le cas où le chercheur qui a réalisé l'invention souhaite la valoriser en créant une startup qui la commercialisera ?

Une intuition commune, et pourtant erronée, assimile cet inventeur et néo-entrepreneur au propriétaire de l'invention. Le chercheur a d'ailleurs l'obligation légale de déclarer son invention à son employeur. Mais en réalité, et comme le spécifie le Code de la propriété intellectuelle<sup>(1)</sup>, lorsqu'une invention est réalisée par un chercheur employé au sein d'un laboratoire public, la propriété intellectuelle qui en découle appartient à l'OTT, voire aux institutions tutelles de ce laboratoire. Un transfert de technologie est donc nécessaire pour que l'entrepreneur puisse exploiter commercialement cette invention *via* une création d'entreprise.

Il importe de comprendre que la formalisation de la propriété intellectuelle, sa sécurisation et sa maturation, puis son transfert par contrat, au-delà d'une nécessité juridique, est un moyen de valoriser la recherche. Elle présente des bénéfices pour toutes les parties impliquées dans la négociation :

- Pour le chercheur/entrepreneur : pour le chercheur, la formalisation de la propriété intellectuelle *via* un brevet par exemple, puis le transfert de technologie permet de protéger son invention, tout en posant le cadre de sa maturation et de son exploitation.

Le chercheur peut alors faire une demande de concours scientifique à son organisme de tutelle afin de poursuivre le développement de son invention dans le cadre d'une création de startup, elle-même sollicitant une licence d'exploitation de ladite invention.

Le chercheur, lorsqu'il devient ainsi entrepreneur, se constitue également un patrimoine : dans le cas de la création d'une startup deeptech, ce sont les parts du capital de l'entreprise que détient le fondateur. Ce patrimoine est appelé à s'apprécier au gré du développement de l'entreprise et de sa valorisation.

<sup>(1)</sup> Code de la propriété intellectuelle, Article R611-12-1 : « Les inventions faites par le fonctionnaire ou l'agent public dans l'exécution soit des tâches comportant une mission inventive correspondant à ses attributions, soit d'études ou de recherches qui lui sont explicitement confiées appartiennent à la personne publique pour le compte de laquelle il effectue lesdites tâches, études ou recherches. »



Quoi qu'il en soit, l'inventeur - qu'il devienne par la suite également entrepreneur ou non - peut percevoir des revenus liés à l'exploitation de son invention : ce sont les redevances dues à l'inventeur.

- Pour l'établissement propriétaire : le transfert de technologie permet à l'établissement de percevoir une rémunération, sous diverses modalités (détaillées plus loin dans ce chapitre). Cette rémunération permettra en retour de rémunérer les inventeurs et de financer de nouvelles recherches, qui pourront elles-mêmes être valorisées.
- Pour l'entreprise nouvellement créée ou à venir : le transfert de technologie, notamment dans le cas d'un contrat de licence, amène l'entreprise à se poser de nombreuses questions clés : Quelle forme prendra le produit ou/et le service ? Quelles sont les étapes de son développement ? Sur quels marchés le commercialiser ? Avec quel modèle économique ?

Si les réponses à ces questions peuvent (et vont probablement) changer avec le développement de l'entreprise et les apprentissages qui en résultent, le contrat de licence permet à l'entreprise et à l'entrepreneur de se projeter en adoptant la vision la plus large possible de ce que pourra être leur développement futur. Enfin, le transfert de technologie permet de protéger l'entreprise de l'arrivée de nouveaux compétiteurs, en lui donnant l'exclusivité de l'exploitation des actifs de propriété intellectuelle.

Lorsqu'un chercheur souhaite créer une startup à partir de son invention, l'entreprise n'est bien souvent encore qu'une idée, parfois développée au sein d'un programme de maturation ou d'incubation. A la différence d'un groupe industriel, il est rare de voir un chercheur s'engager dans une procédure d'acquisition des droits d'exploitation de son invention, qui nécessite souvent un investissement financier significatif. C'est donc plutôt le contrat de licence (et pas un contrat d'acquisition) qui sera privilégié.

Ce contrat va déterminer :

- l'ensemble des conditions d'exploitation des actifs de propriété intellectuelle : la nature de l'innovation (l'objet), les domaines et les marchés dans lesquels elle pourra être exploitée, les modalités de cette exploitation... ;
- les conditions financières de cette exploitation, c'est-à-dire la rétribution que devra payer la startup pour exploiter les actifs de propriété intellectuelle. Cette rétribution peut être structurée à l'aide d'instruments variés (*upfront*, redevances, minimas, prise de part au capital, etc.), qui seront détaillés dans la seconde partie de ce chapitre.

Le contrat de licence se négocie entre le chercheur/entrepreneur d'une part, et via une structure mandatée pour valoriser la recherche (les OTT) d'autre part. Cette négociation porte en grande partie sur la valorisation de l'actif de propriété intellectuelle, dont il importe de comprendre les mécanismes.



## Le chercheur est-il le propriétaire de son invention ?

Il n'y a aucun débat autour de la nécessité de réaliser - et de rémunérer - un transfert de technologie. Par nature (et légalement), **lorsqu'un chercheur est à l'origine d'une invention, il n'en est pas le propriétaire** (ou au mieux le copropriétaire). **En effet, c'est son employeur qui est propriétaire des résultats de sa recherche : il importe donc de distinguer paternité et propriété d'une invention !**

Son exploitation commerciale par un entrepreneur nécessite donc une négociation autour des modalités de transfert de la propriété intellectuelle de son propriétaire initial vers l'entrepreneur. Celui-ci prend usuellement la forme d'un contrat de licence. **Dans ce cadre, la propriété intellectuelle devient un véritable actif**, fondamental pour le développement de la future startup, et dont la valeur doit être déterminée et négociée.

Attention : un chercheur travaille avec des collègues, étudiants, stagiaires, qui en fonction des contrats et règlements peuvent parfois se prévaloir d'un droit sur l'invention. Il faut précisément identifier l'ensemble des inventeurs associés à une invention.

# Comment la valorisation de l'actif « propriété intellectuelle » est-elle définie et comment la négocier ?

Dès lors qu'il est nécessaire pour la startup de rétribuer le propriétaire de l'actif de propriété intellectuelle, deux questions se posent : à hauteur de combien ? Et comment déterminer la valeur fiduciaire d'un actif intangible par nature ?

La connaissance de ces mécanismes est une clef indispensable d'une négociation réussie pour l'ensemble des acteurs.

Il est intéressant de comprendre que la rémunération du transfert de technologie peut prendre 3 formes principales selon les pratiques observées par l'OTT :

- des redevances en contrepartie de l'exploitation de la licence ;
- la prise de participation de l'OTT au capital de la startup ; ou
- une combinaison des deux.

La prise de participation peut se faire par conversion de créance. La créance peut correspondre à un droit d'accès habituellement nommé « *upfront* ».

## Le versement d'une redevance en contrepartie de l'attribution de la licence

Dans ce premier cas de figure, la négociation portera sur :

- d'une part, la valeur de la propriété intellectuelle est difficile à mesurer objectivement. Toutefois, elle peut s'évaluer comme étant la somme dont devra in fine s'acquitter la startup pour exploiter cet actif lors de son développement ;
- d'autre part, les modalités de versement de cette redevance, qui peuvent également varier (voir encadré ci-dessous). Ainsi, les modalités de rémunération de la licence peuvent en particulier varier en fonction du calendrier prévisionnel de démarrage des activités commerciales et le cas échéant des levées de fonds réalisées.

La détermination de la valeur de l'actif de propriété actuelle est donc une étape fondamentale de toute négociation de licence. Il importe de garder en tête que cette négociation doit permettre de concilier et satisfaire les attentes des parties concernées :

- permettre à l'organisme de recherche ainsi qu'à son office de transfert de technologie de répondre à sa mission de transfert technologique au soutien de la compétitivité des entreprises, de la création de l'emploi, et de rémunérer ses innovations et sa recherche ;
- permettre à la startup de se développer sans être handicapée par une charge trop lourde dès le démarrage, ou par des conditions d'exploitation de la licence trop restrictive. Il importe de garder en tête que l'activité d'une startup est par nature aléatoire; si la phase de maturation doit permettre d'avoir la meilleure idée possible du marché et des applications possibles de la technologie exploitée, un pivot demeure toujours possible. Celui-ci doit demeurer réalisable, et sa possibilité doit être prise en compte au moment de la négociation ;
- permettre à la startup d'être compétitive, de bénéficier d'une avance concurrentielle *via* une exclusivité d'exploitation sur un actif, gagnant ainsi en crédibilité et attractivité.

Par ailleurs, la valorisation de la propriété intellectuelle va également dépendre d'une multitude de facteurs dont la combinaison est unique à chaque startup : La technologie risque-t-elle de devenir rapidement obsolète, comme cela peut être le cas dans le logiciel ? L'activité de la startup est-elle capable de générer rapidement des revenus ? Son activité la conduira-t-elle à être dépendante d'un nombre restreint de clients, ou pourra-t-elle se prémunir de ce risque de dépendance ? La croissance de l'activité (et donc des éventuels montants de redevance) est-elle modélisable ? Plus important encore, à quel point la propriété intellectuelle transférée va-t-elle peser dans le produit / la technologie commercialisée par la startup ? En effet, le produit final sera souvent le fruit de plusieurs itérations réalisées sur l'invention de départ : La PI concédée doit être complétée par des développements ultérieurs pour assurer le déploiement de la start up de sorte que la licence pourra être assortie d'un accord de R&D dont les résultats générés viendront s'ajouter aux droits de PI concédés en licence.

Au vu de la variété extrême des situations, il faut se rendre à l'évidence : il n'existe aucune méthode arithmétique consensuelle permettant de calculer la valeur d'un actif de propriété intellectuelle de manière standardisée.

Néanmoins, on peut se référer à deux méthodes<sup>(1)</sup> privilégiées sur le marché pour déterminer le montant des redevances d'un contrat de licence. Si celles-ci sont par nature imparfaites, les connaître permet de poser le cadre de la négociation.

## ● La méthode des comparables

Cette méthode de valorisation est d'ailleurs largement utilisée au-delà de l'écosystème Deeptech ! On cherche ici à procéder par analogie, en s'appuyant sur des contrats de licence similaires à celui que l'on négocie. Ici encore, l'utilisation de cette méthode permettra de définir le champ des possibles « raisonnables » au regard de l'activité de la startup, et de poser les valeurs extrêmes au sein desquelles il sera intéressant de négocier.

Néanmoins, utiliser cette méthode présuppose d'avoir accès à une base de données importantes de contrats de licences pour disposer d'un échantillon de comparaison suffisamment représentatif. Cela peut s'avérer ardu, les licences n'étant que rarement publiques.

Par ailleurs, il sera nécessairement complexe de trouver un point de comparaison totalement pertinent : c'est la caractéristique d'une innovation que d'être nouvelle ! Une fois encore, il est donc fondamental de se faire accompagner d'un avocat ou cabinet expert, non seulement en propriété intellectuelle en général mais également du domaine spécifique concerné, au moment de négocier un contrat de licence. Ce conseil permettra d'une part à l'entrepreneur d'avoir accès bien plus facilement à une base de données de contrats comparables, mais également d'en exploiter toute la complexité.

## ● La règle des 25 %

Cette méthode est arbitraire et relève de l'usage : certains OTT continuent de l'utiliser alors que d'autres s'y opposent. Dans ce cas de figure, le transfert de technologie sera rémunéré à hauteur de 25 % de l'EBE (excédent brut d'exploitation) de l'entreprise. Elle peut être utilisée en complément des autres méthodes, pour en comparer les résultats, et disposer d'arguments dans la négociation. On peut notamment voir cette règle des 25 % comme un garde-fou, dans le cas où la valeur de l'actif de propriété intellectuelle estimée via d'autres méthodes serait très largement supérieure à 25 % de l'EBE. Mais ici encore, de nombreux facteurs viendront influencer la négociation, et notamment le point de référence choisi pour calculer ces fameux 25 %, ou la durée d'application et les modalités de versement choisi. En effet, la marge brute de la startup ne sera pas la même à la création qu'après trois ou dix ans d'existence...

# La prise de participation de l'OTT au capital de la startup

Dans ce cas de figure, l'OTT prend sa part du risque : il accepte de lier son sort à la réussite ultérieure de la startup : c'est le retour sur l'investissement technologique qui lui permet de se rémunérer. Il s'associe alors au(x) fondateur(s) de l'entreprise. Ce mode de rémunération du transfert de technologie aligne les intérêts de l'OTT sur ceux des actionnaires de la startup et permet in fine à la structure de tutelle du chercheur / à la structure de valorisation de se rémunérer sur la revente de ses parts. Les mécanismes afférents à l'attribution des parts et les bonnes pratiques liées à cette négociation sont traités dans le chapitre « Négociation du pacte d'actionnaires » et ne seront donc pas abordées ici.

Pour autant, il demeure intéressant de comprendre les raisons sous-jacentes à l'entrée au capital d'une structure de transfert de technologie. Celles-ci sont en effet directement liées à la nature de l'activité de la startup :

- Il peut d'une part être plus rémunérateur à long terme pour l'OTT d'entrer au capital : c'est parier sur une valorisation future supérieure au montant en numéraire qu'aurait pu verser la startup pour rémunérer le transfert de technologie. C'est aussi un moyen pour l'OTT de diversifier ses sources de revenus !
- L'entrée au capital peut également s'expliquer dans le cas où la propriété intellectuelle initiale sera amenée à évoluer avec l'activité de la startup, voire à ne pas être utilisée dans le produit final qui sera commercialisé. S'il reste nécessaire de rémunérer le transfert dans ce cas, l'entrée au capital peut permettre d'éviter une trop grande complexité dans le cas d'une propriété intellectuelle fragile.
- Il peut également être intéressant pour une structure de transfert d'entrer au capital pour bénéficier des mêmes droits d'information que tout autre actionnaire. Cela s'observe dans le cas de startups deeptech se développant sur un segment de marché ou un secteur stratégique pour la structure de transfert.
- Enfin, la prise de parts permet de ne pas pénaliser la trésorerie de la startup dès sa création. En effet, une jeune startup, a fortiori dans la deeptech, peut mettre du temps à dégager des revenus. Et réinvestir ce chiffre d'affaires initial dans le développement de l'entreprise plutôt qu'au remboursement d'une dette sera bénéfique au développement de la startup. Privilégier la prise de parts au capital va donc permettre à la structure de transfert d'éviter à la startup un coût financier récurrent lors des premières années de son développement.
- Parfois, seule une partie de la créance (c'est-à-dire la somme dont est redevable la startup au titre du transfert de technologie) est convertie en capital alors que l'autre est inscrite en compte courant (ou en obligation convertible en actions). Cela peut refroidir des investisseurs, qui arrivent dans une entreprise endettée et financent ainsi en partie une dette passée à la place d'une création de valeur future.

<sup>(1)</sup> François Jamet, « Le transfert de technologie aux startups - Rapport remis à la ministre de l'Enseignement supérieur, de la Recherche et de l'Innovation », 2019.

Plus largement, l'entrée au capital entraîne un alignement des intérêts des différentes parties de la négociation. Le transfert de technologie sera effectivement rémunéré (et parfois mieux que *via* une redevance), si et seulement si la startup fonctionne et que sa valorisation augmente dans le temps.

Pour aborder cette négociation dans les meilleures conditions, il est nécessaire de garder en tête que cette entrée au capital peut être modélisée de deux manières différentes :

### ● La prise de participation en direct

Dans ce cas de figure fréquemment observé, la structure de valorisation prendra des parts directement au capital de la startup. Pour autant, il convient d'être vigilant et de justifier la raison et le montant de cette prise de parts : vient-elle rétribuer le transfert de technologie ? La gestion de la propriété intellectuelle ? L'accompagnement à la maturation fourni par la structure de transfert ? S'il n'existe pas de règle de la matière, un principe fondamental de la négociation reste pour le porteur de projet de se faire expliquer les raisons afférentes aux différentes modalités de rémunération du transfert.

Cela participera à moyen et à long terme de la création d'une *equity story* cohérente, qui sera une des clefs nécessaires pour convaincre des investisseurs lors de futures levées de fonds, tout en étant la garantie d'un partage de la valeur équilibré.

### ● La prise de participation en conversion de créance

Ici, la prise de participation est directement liée au transfert de propriété intellectuelle. La valeur est déterminée de manière identique à celle utilisée pour déterminer les montants forfaitaires à verser par la startup, et décrits ci-dessus. Néanmoins, ces montants ne seront pas facturés immédiatement, et deviendront une dette pour la startup. Cette dette pourra alors être convertie en prise de participation au capital, qui sera matérialisée lors de la première levée de fonds. À l'évidence, le choix de celui qui a l'initiative de la conversion ou du remboursement (la startup endettée ou l'OTT créancier) est en soi une négociation stratégique.

Concrètement, ce mécanisme peut être matérialisé par différents instruments financiers (dette et BSA (bons de souscription d'actions) ou OCA (obligations convertibles en actions)). Le choix du montage financier n'est pas neutre pour la startup, et il est recommandé de se faire accompagner dans son élaboration.

Par ailleurs, la réalité est comme souvent un petit peu plus complexe : la prise de participation peut être « en direct » pour une quote-part et « en conversion » pour un solde.



## Quelles sont les différentes modalités financières de rémunération du transfert de technologie ?

### Versement d'une redevance en contrepartie de l'attribution de la licence

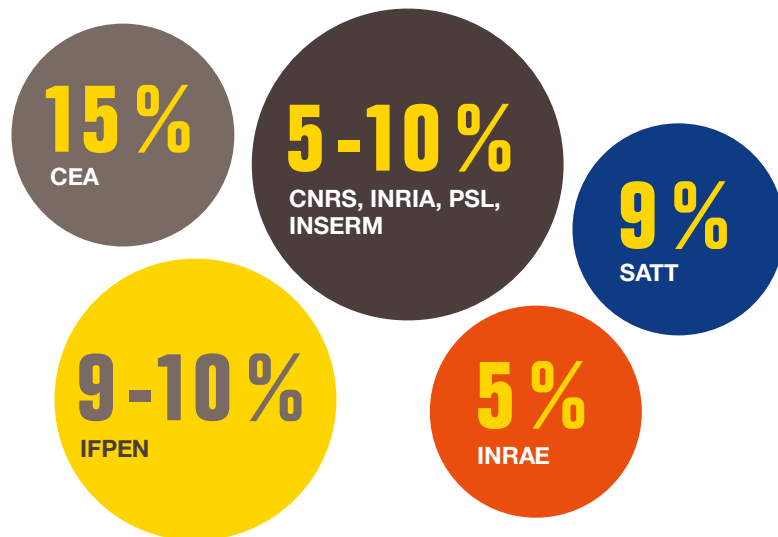
- **Redevance** : on parle aussi de royalties dans le cadre des négociations. Les deux termes désignent le versement à échéance régulière (en général annuelle) d'un % du chiffre d'affaires de la startup.
- **Upfront** : le versement d'une somme à la signature du contrat de licence, qui pourra être convertie en partie ou entièrement en prise de parts (directement, ou *via* des mécanismes tels que les obligations convertibles).
- **Minima** : fixation d'un montant minimum qui devra être versé en rétribution de l'utilisation de la licence, que la startup se développe ou non.
- **Milestones** : le versement est séparé en plusieurs forfaits, qui sont débloqués et versés lors de l'atteinte par la startup de certains objectifs (levée de fonds, mise sur le marché, montant de chiffre d'affaires, etc.)
- **% à la levée de fonds** : dans ce cas de figure, la rémunération du transfert est indexée sur le montant de la première levée de fonds réalisée par la startup. Cette pratique peut néanmoins rebuter les investisseurs, pour qui l'argent levé doit servir au développement de la startup plutôt qu'à rémunérer le transfert de technologie.
- **Frais de propriété intellectuelle** : en parallèle des frais de licence, une pratique commune dans ces négociations est de demander à la startup de prendre en charge les frais de propriété intellectuelle (établissement, suivi, maintien et extension de brevets par exemple). Il est à noter qu'il peut être difficile pour la startup d'assumer cette charge dès le départ de son activité ; il peut être prévu que ces frais soient pris en charge, puis remboursés lors des premières levées de fonds.

## Prise de participation de la structure de valorisation au capital de la startup

- **Prise de participation en direct** : il est fréquent (mais pas systématique) que la structure de valorisation prenne des parts au capital de la startup. Cette prise de participation peut également venir en contrepartie d'un programme d'incubation ou d'accompagnement dans la création de la startup.

Cela inclut, mais n'est pas limité à, la gestion de la propriété intellectuelle. Ce point, simple dans son mécanisme mais complexe dans ses enjeux, est abordé dans le second chapitre relatif à la négociation du pacte d'actionnaires.

## Cartographie 2021 du pourcentage du capital de la startup détenu par les différentes structures de transfert



## Les bonnes pratiques pour une négociation réussie

Si la maîtrise des aspects techniques évoqués précédemment est une condition nécessaire d'une négociation réussie, elle ne saurait être suffisante. Une négociation est en effet et avant tout une rencontre et un échange. Il importe donc d'être équipé pour la mener, et ce sur deux aspects :

- disposer de toutes les informations attendues par les autres parties de la négociation. Sans ces prérequis, la négociation reposera sur des bases instables ;
- comprendre l'état d'esprit nécessaire à une négociation réussie.

Il ne faut pas hésiter à se faire accompagner par un conseil, qui peut être un Conseiller en Propriété Intellectuelle (CPI) dont le financement peut être couvert par des dispositifs d'accompagnement dédiés.

## Les prérequis à la négociation

Négocier un contrat de licence ne s'improvise pas !

Comme nous l'avons vu, cette négociation requiert une bonne connaissance des enjeux techniques du transfert de technologie et de la valorisation de l'actif de propriété intellectuelle. Pour autant, une négociation efficace pour la startup passe également par des aspects concrets, qui permettront à l'ensemble des parties de gagner un temps précieux.

**A minima, un modèle économique sera nécessaire** pour convaincre la structure de valorisation de la viabilité du projet. Celui-ci viendra accompagner la définition des différentes clauses du contrat de licence. Plus simplement, le contrat de licence vise à permettre à la startup l'exploitation commerciale de la technologie licenciée : c'est donc bien le modèle économique qui vient expliquer comment cette dernière sera utile pour et utilisée par la startup ! Par ailleurs, il est intéressant de garder à l'esprit que la recherche d'un modèle économique est l'essence même d'une startup. S'il est clair pour l'ensemble des parties que celui-ci pourra être amené à évoluer au gré des avancées et éventuels « pivots », travailler son modèle économique demeure fondamental pour le succès d'une startup. Savoir comment exploiter et commercialiser une technologie est ce qui la fait passer du laboratoire à l'entreprise ;

la définition du modèle économique est donc le point de départ de tout transfert de technologie. Ceci n'empêche pas l'évolution du modèle économique au fur et à mesure de sa confrontation avec le marché.

Par ailleurs connaître (et savoir expliquer) **le temps nécessaire à la mise sur le marché de son produit/service (le fameux *time to market*) et les enjeux de certification et de normalisation** qui y sont liés sera un complément utile à la présentation du modèle économique lors des négociations. Il s'agit ici de permettre à toutes les parties de se projeter dans le temps, et d'anticiper les éventuelles contraintes et prérequis à la création de valeur pour la startup.

Enfin, l'intégration de **projections financières** sur plusieurs années sera un réel avantage au moment des négociations. Bien que difficile à établir dans les premières phases de développement, un plan d'entreprise demeure à de nombreux égards une figure imposée dans l'entrepreneuriat. Dans le cas d'une startup deeptech, il aura le mérite de venir nourrir la négociation sur les aspects techniques du contrat de licence. Il sera particulièrement utile au moment de choisir les modalités financières de la rémunération du transfert de technologie. En effet, il permettra notamment de visualiser avec clarté les différents jalons du projet, et la valeur créée à ce moment-là. Cette pratique est courante lors des négociations ; attention néanmoins à garder à l'esprit la nature par essence incertaine des projections d'un modèle économique ! Ces jalons peuvent être amenés à varier avec l'activité de la startup ; leur donner une trop grande importance sur la simple base d'une projection pourrait à terme s'avérer nocif pour la startup, et donc pour l'entrepreneur comme pour la structure de valorisation. Il peut être malin de prévoir des mécanismes variables et des conditions d'ajustement en fonction des résultats à l'épreuve de la réalité.

À l'évidence, et comme nous aurons l'occasion de le détailler ci-dessous, une équipe structurée et disposant des compétences et de la légitimité pour exécuter le plan présenté est indispensable.



## Pourquoi préparer un modèle économique et/ou un plan d'entreprise avant la négociation ?

En synthèse, arriver aussi préparé que possible à la table des négociations permettra :

- d'une part **d'éviter au maximum d'handicaper la startup**, en alignant les modalités techniques du contrat de licence sur les besoins de développement de l'entreprise ;
- de l'autre de **rassurer la structure de valorisation** sur l'utilisation prévue de la propriété intellectuelle, et donc sur sa capacité à se rémunérer à la juste valeur du transfert de technologie ;
- le tout en concentrant les discussions sur l'essentiel, et **en réduisant donc le temps de la négociation au strict nécessaire**. Le temps étant l'actif le plus précieux d'un entrepreneur, ce dernier point n'est pas négligeable !



## L'état d'esprit à adopter pour une négociation créatrice de valeur

Enfin, et malgré toutes ces considérations techniques, la négociation d'un contrat de licence, comme toutes les autres, conserve une dimension humaine fondamentale. Une question demeure : dans quel état d'esprit aborder la négociation ? S'il n'existe pas de guide universel (il en existe une multitude), nous pouvons tenter de vous proposer quelques principes :

- **Privilégier la posture coopérative** : l'objectif de la négociation du contrat de licence est de permettre à la startup de se développer dans les meilleures conditions. Les OTT sont pleinement parties prenantes dans la création et le développement de ces startups, et elles peuvent en partager une partie des risques. Tout le monde a à y gagner, l'entrepreneur qui construit son patrimoine et donne vie aux résultats de sa recherche, et l'organisme de transfert qui se rémunérera d'autant mieux que la startup se développera. Cette négociation, lorsque toutes les parties sont alignées derrière cet objectif, est un jeu à somme positive : elle permettra d'optimiser la création de valeur collective au travers de la licence. À l'inverse, aborder la négociation dans une optique de confrontation aura bien souvent un effet auto-réalisateur ; les deux parties construiront des positions guidées par leurs intérêts particuliers, au détriment de l'intérêt commun. Une négociation « gagnée » par le chercheur ou par la structure de valorisation risque souvent d'avoir un second perdant caché : la startup !
- **Écouter plus que l'on ne parle** : ce principe est un grand classique de la négociation ! D'une part, être à l'écoute de l'autre partie permettra de comprendre ses attentes profondes, celles qui feront pencher la négociation une fois comblées. Plus tactiquement, écouter plutôt que de parler évitera également d'en dire « trop » et de s'exposer. L'écoute permet surtout de découvrir ce qui lie les différentes parties de la négociation. Ces points de convergence, une fois mis au jour, constituent une base solide sur laquelle bâtir une collaboration saine et créatrice de valeur à long terme pour l'ensemble des parties. Les exploiter est la clé d'une négociation réussie.
- **Comprendre les attentes des parties prenantes actuelles et futures** : si connaître les attentes des parties prenantes qui sont autour de la table fait partie des bases de la négociation, cela s'avère plus complexe dans le cas d'un contrat de licence pour une startup deeptech. En effet, s'assurer de poser un cadre propice au succès à long terme de l'entreprise implique également dans ce cas de figure de se projeter dans les négociations auprès de futurs investisseurs. Les modalités du contrat de licence conclu entre la startup et l'organisme de transfert impactent en effet les conditions de leur future entrée au capital. Ce point doit être gardé à l'esprit par les deux parties au moment de la négociation initiale de la licence. Cela permettra de limiter de futures renégociations de la licence au moment des premières levées de fonds.

Il est difficile de résumer les attentes des organismes de transfert de technologie comme celle des investisseurs au regard de la multiplicité des acteurs que recouvrent ces deux terminologies. Néanmoins, et bien que chaque situation demeure unique, il demeure intéressant de garder en tête les quelques points suivants :



## Quelles sont les attentes des différentes parties prenantes du développement de la startup deeptech quant au contrat de licence ?

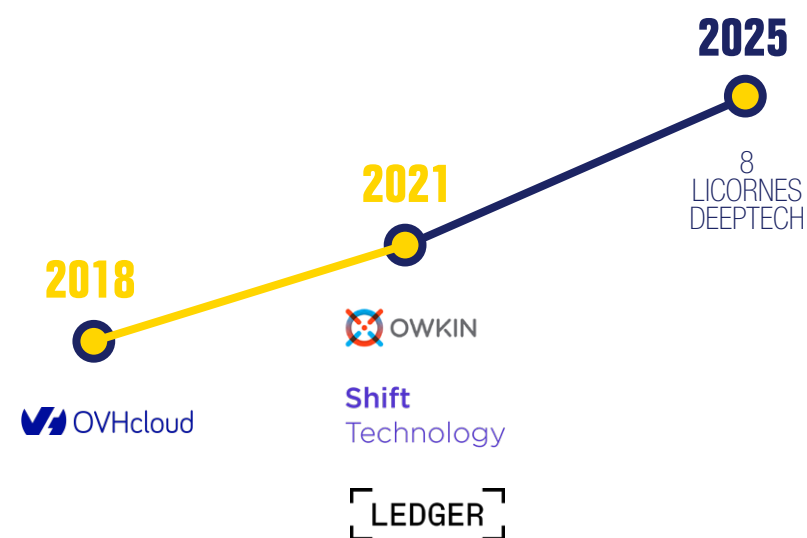
### Les organismes de transfert de technologie

- S'assurer d'être rémunérés à la juste valeur de l'utilisation de la propriété intellectuelle par la startup ;
- disposer d'une visibilité sur leur rémunération, notamment dans le cas où ils sont eux-mêmes soumis à une exigence de rentabilité (ce qui est le cas pour la majorité des OTT) ;
- renforcer la visibilité et l'attractivité de leur établissement ;
- favoriser le rayonnement et le développement de la recherche ;
- faciliter l'innovation et être au plus proche de ses acteurs dans leur secteur de spécialité ;
- conserver la propriété de la PI en cas d'échec de la startup dans ses premières années de développement.
- veiller à sa souveraineté technologique ;
- accompagner le déploiement et la croissance de la startup.

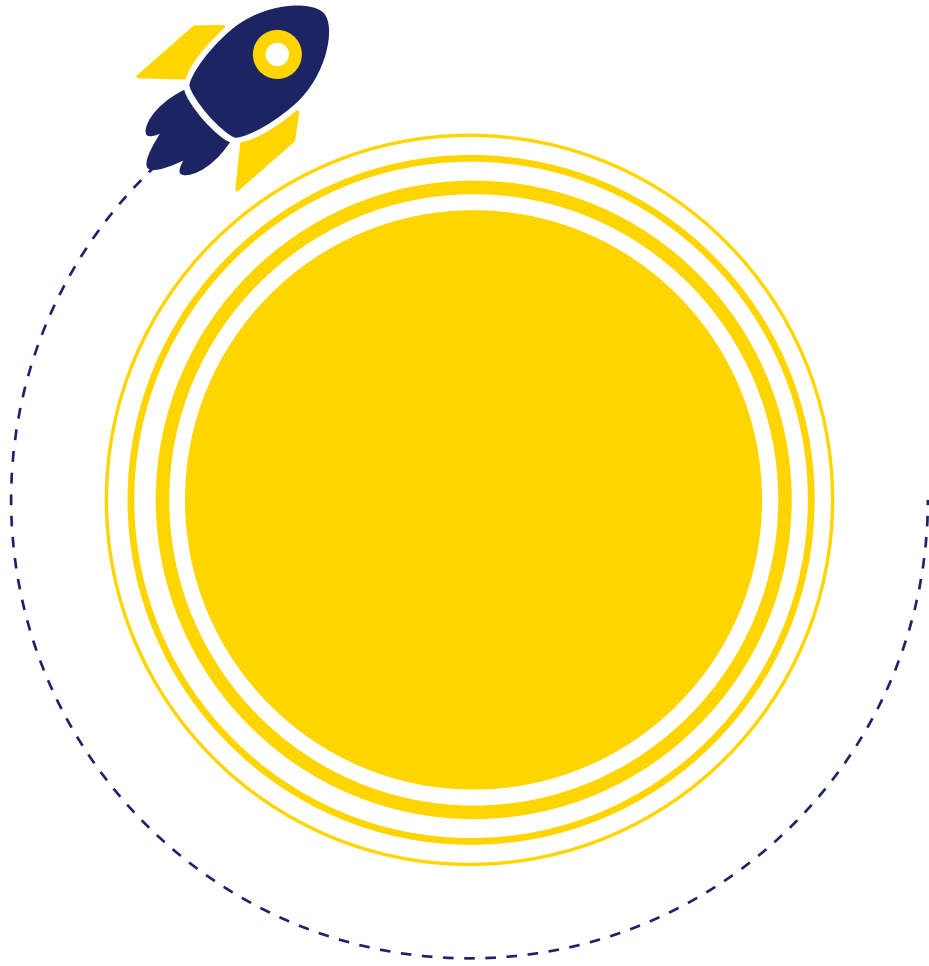
## Les investisseurs

- S'assurer que leur investissement finance le développement de la startup (et non pas le remboursement de ses dettes liées à la propriété intellectuelle) ;
- comprendre l'*equity story* de la startup, c'est-à-dire les mécanismes ayant conduit à la répartition du capital. Si des prises de parts sont réalisées au titre de la rémunération du transfert de technologie, il est nécessaire de le mettre en évidence ;
- disposer d'un contrat de licence qui ne limite pas le développement de la startup, ni par une contrainte financière trop importante, ni par un champ d'exploitation trop restrictif de la propriété intellectuelle ;
- avoir la plus grande latitude possible quant au choix d'un potentiel acquéreur de la société, et ce dans un délai restreint.

## • PROJECTION DU NOMBRE DE LICORNES DEEPTech FRANÇAISES







**QUELS SONT  
LES ENJEUX  
DU CONTRAT  
DE LICENCE  
ET DE SES  
DIFFÉRENTES  
CLAUSES ?**

**1.2**

Une fois que les prérequis à la négociation sont maîtrisés, et que celle-ci est préparée au mieux, le chercheur / entrepreneur peut aborder sereinement la définition du contrat de licence et ses enjeux. Il est alors nécessaire de se pencher sur son contenu, qui sera prépondérant pour le développement de la future startup. À ce stade, trois questions se posent pour tout porteur d'un projet de startup deeptech :

- Quelles sont les clauses principales d'un contrat de licence, et comment vont-elles impacter le développement de l'entreprise ?
- Quel équilibre privilégier entre les différentes modalités de rémunération de la startup ?
- Comment anticiper au mieux le cas d'une cession future des actifs de propriété intellectuelle, voire de la société dans son ensemble ? Plus généralement, comment créer les conditions nécessaires pour attirer des partenaires financiers, d'abord investisseurs puis acquéreurs ?

Une fois encore, il importe de garder en tête qu'il n'existe pas de pratique universelle en termes de contrat de licence. Si l'architecture des différentes clauses reste souvent la même, cette partie a déjà été détaillée dans diverses publications de **Bpifrance** France et de la plateforme [Les Deeptech.fr](https://lesdeeptech.fr). Ce guide ne vise donc pas à présenter un contrat de licence type, mais à conduire l'entrepreneur à s'interroger sur certains de ses aspects principaux afin d'être en capacité de négocier le contrat le plus favorable à la réussite de sa startup.

## Quelles sont les clauses fortes du contrat de licence, et quel impact sur l'activité de la startup ?

Au moment de la négociation du contrat de licence, trois clauses méritent particulièrement l'attention de l'entrepreneur. Ce sont elles qui vont venir poser le cadre au sein duquel la startup pourra exploiter et commercialiser l'actif de propriété intellectuelle ; elles définissent tout simplement les limites du terrain de jeu au sein duquel pourra évoluer la startup ! Une licence simple et forte consiste à obtenir un droit d'exploitation à « tout domaine et tout territoire ». Good luck.

### La clause d'objet

La clause d'objet vient poser les éléments que la startup aura le droit de produire, fabriquer et commercialiser. Elle identifie l'ensemble des actifs de propriété intellectuelle (brevets, logiciels, etc.) pour lesquels la startup dispose d'une licence.

Dès lors, cette clause est fondamentale pour la startup : sans elle, l'entreprise ne pourrait tout simplement pas exister dans sa forme actuelle ou souhaitée. Il est donc primordial de s'assurer lors de la négociation du contrat que cette clause soit en cohérence avec le modèle économique de la startup.

### La clause de territoire

Si la clause d'objet définit les contours techniques de l'activité de la startup, la clause de territoire vient en poser le cadre géographique. Concrètement, elle liste l'ensemble des pays dans lesquels la startup peut exercer les droits concédés dans la licence.

Elle doit donc être en cohérence avec les lieux de fabrication et de commercialisation du produit ou service de la startup, mais aussi de ses potentiels sous-licenciés et sous-traitants. La clause de territoire sera strictement définie pour correspondre aux besoins exprimés par la startup dans son modèle économique ; celui-ci pouvant être amené à évoluer, la clause de territoire pourra être renégociée et étendue selon les besoins de la startup.

Prenons un exemple pour illustrer ces notions : une startup dispose d'un objet licencié, un brevet, couvert en Europe mais pas en Chine (comme précisé par la clause de territoire du contrat de licence). La startup distribue néanmoins son produit en Chine via un distributeur, et souhaite s'affranchir du versement d'une redevance pour cette partie de son activité. Dans ce cas de figure, le produit étant fabriqué en Europe, la startup reste redevable d'une redevance au titre de l'exploitation de l'objet licencié. Par ailleurs, il sera nécessaire d'étendre le contrat de licence pour permettre une distribution en Chine.

## La clause de domaine

La clause de domaine vient compléter celles d'objet et de territoire en définissant l'ensemble des domaines dans lesquels la startup sera autorisée à exploiter les actifs de propriété intellectuelle licenciés. Concrètement, cette clause doit prévoir l'ensemble des utilisations envisagées de la propriété intellectuelle, et va donc chercher à prévoir tous les types de produits et services qui seront potentiellement commercialisés par la startup.

Cette clause de domaine varie fortement selon la nature de l'objet licencié et le secteur sur lequel souhaite se développer la startup. Prenons deux exemples pour comprendre :

- dans le cas d'une startup deeptech dans le secteur de la santé, une bonne pratique va consister à licencier une molécule sur un domaine défini par une pathologie spécifique et/ou une cible thérapeutique ;
- dans le cas d'une startup dont l'activité repose sur une brique technologique, cette dernière pourra s'appliquer à plusieurs domaines. Il sera alors important de bien définir le domaine pour éviter toute concurrence. Le domaine de la licence est strictement défini par un couple produit / service et domaine d'application ou d'exploitation.

Dans ce cas de figure, tout l'enjeu consiste à trouver un bon équilibre dans la définition du domaine. En effet, cette clause polarise les enjeux des différentes parties prenantes :

- l'entrepreneur se retrouve dans une situation d'arbitrage entre un domaine trop restreint qui pénaliserait l'activité de sa startup, et un domaine trop large qui conduirait l'entreprise à payer des redevances pour des utilisations potentielles mais non effectives de la propriété intellectuelle ;
- l'organisme de transfert vise de son côté une exploitation maximale de l'objet licencié ;
- les futurs investisseurs privilégient une vision la plus large possible pour éviter de bloquer l'exploitation future de la propriété intellectuelle.



## Comment négocier les clauses fortes du contrat de licence ?

Trois clauses du contrat de licence posent le cadre de l'activité de la startup : l'objet, le territoire et le domaine. Garder les points suivants à l'esprit permettra de les négocier dans un objectif de création de valeur collective :

- **Prévoir autant que possible l'activité future de la startup** : plus les cas d'usages sont précis, plus il sera aisé de rédiger des clauses qui permettront de laisser toute la latitude nécessaire au développement de la startup tout en rémunérant le transfert de technologie à sa juste valeur et en facilitant l'entrée de futurs investisseurs.
- **Intégrer les possibilités d'évolution de l'activité** : même les meilleures prédictions ne permettent pas toujours d'anticiper ce qu'il adviendra de l'activité d'une startup. Il est dès lors conseillé de laisser le maximum de place possible pour ces évolutions. Cela se matérialise notamment par la définition de règles claires quant aux perfectionnements de la propriété intellectuelle post-crédation, en se prémunissant contre l'empilement de redevances (le stacking). Il est également recommandé d'adopter une structure permettant de licencier avec un maximum de tiers (distributeurs, sous-traitants) et de négocier au cas par cas avec de futurs acquéreurs (industriels) ou partenaires (autres startup) sur différentes parties de la propriété intellectuelle.
- **Se donner la capacité de renégocier** : un contrat de licence sera défini en lien avec un modèle économique instable par nature pour une startup. Un contrat de licence se veut donc dynamique, capable d'évoluer avec les besoins de la startup.
- **Anticiper les renégociations** : toutes les clauses, y compris financières, font souvent l'objet d'une renégociation ultérieure en fonction de l'évolution de la startup et de son marché.

# Comment équilibrer les différentes modalités financières du transfert de technologie ?

Nous avons décrit dans la première partie de ce chapitre les différentes modalités et instruments financiers permettant de structurer la rémunération du transfert de technologie. Leur choix est un axe clef des négociations autour du contrat de licence, et doit permettre la création de valeur commune. Chaque négociation aboutira à un équilibre entre la prise de part au capital de la startup par l'organisme de transfert et la rémunération « en cash » de l'utilisation de la propriété intellectuelle.

Il n'existe une nouvelle fois pas d'équilibre type. On l'a vu, le choix des modalités financières est directement corrélé à de nombreuses variables. La combinaison du domaine d'activité, de la nature de la technologie, de ses modalités d'exploitation, du temps nécessaire à la mise sur le marché (pour ne citer qu'eux) rend chaque négociation et chaque contrat de licence unique. Néanmoins, quelques principes font consensus entre les différents acteurs, et permettent lorsqu'ils sont appliqués de maximiser les chances d'aboutir à un contrat de licence créateur de valeur pour toutes les parties.



## Comment équilibrer les conditions financières du contrat de licence ?

Le principe général de la négociation des conditions financières doit être la recherche d'un équilibre entre la prise de part de l'organisme de transfert et les autres modalités. Pour cela, il est utile pour tout entrepreneur deeptech de garder les points suivants en tête :

- **Les modalités de type « rémunération en cash »** (redevances, minima, jalons...) **sont définies en cohérence avec le business plan de la startup, et doivent lui laisser suffisamment de trésorerie pour ne pas grever son développement.**
- **Dans le cas où le contrat de licence combine la prise de part de l'organisme de transfert avec d'autres modalités, ce choix doit être explicable et expliqué.** La prise de part en direct par l'OTT s'expliquera plus facilement comme une rétribution de son action passée en termes de maturation. L'*upfront* (et la prise de part par conversion de créance qui peut en découler), doit être vu comme un droit d'accès à la propriété intellectuelle plutôt que comme une compensation de la maturation (à noter que la notion de financement de la maturation avec une volonté de retour sur investissement direct n'est pas systématique). Les futurs investisseurs seront attentifs à cette *equity story*, et seront soucieux d'éviter les cas de double rémunération du transfert de technologie.
- Les OTT cherchent un retour sur leurs apports avec un horizon de liquidité moyen-long terme. Ils sont toutefois contraints dans leurs capacités de réinvestissement dans les tours ultérieurs. Dès lors, ils cherchent à se construire des conditions de rémunération *via* les modalités ci-dessus.

- **Toutefois, lorsqu'une partie d'une augmentation de capital vient rémunérer les OTT existants, cela peut créer un conflit d'intérêt avec les investisseurs entrants.** En effet, les fonds d'investissement considèrent que leur apport financier doit servir à financer le développement futur de la startup, et non à payer pour les dettes du passé. Pour un VC, un apport de fonds vise à générer un retour sur investissement en permettant de financer des actions commerciales, des embauches, du marketing... Le simple remboursement d'une dette n'étant pas de nature à produire un retour quelconque, un investisseur refusera généralement un dossier d'investissement avec ce motif.

## Comment anticiper la cession de la propriété intellectuelle dès la négociation du contrat de licence ?

Penser à l'éventuelle cession de son entreprise dès le début de l'aventure et le premier pacte d'actionnaires est un conseil souvent donné dans l'entrepreneuriat. Et cela ne diffère pas pour une startup deeptech : il est même nécessaire de pousser encore plus loin cette anticipation. Comme le pacte d'actionnaires, le contrat de licence est un document qui accompagnera toute la vie d'une startup deeptech. À l'image des parts de l'entreprise, il importe donc pour l'entrepreneur deeptech d'intégrer à sa réflexion, dès le départ, la possibilité d'une cession de la propriété intellectuelle qu'exploite sa startup, qu'elle soit simultanée ou non à une cession de son entreprise.

Pour anticiper au mieux cette cession, un certain nombre de points sont à garder en tête :

### La valeur de la propriété intellectuelle n'est pas celle de l'entreprise

Certains contrats de licence peuvent prévoir, dès leur établissement, un montant pour lequel la propriété intellectuelle peut être cédée. La valorisation ici mentionnée est celle de l'actif de propriété intellectuelle... mais pas de l'entreprise dans son ensemble ! La valorisation d'une startup, deeptech ou non, repose sur de nombreux autres paramètres : la qualité de l'équipe, la scalabilité du modèle économique (bien que non systématique dans le cas d'une startup deeptech), le portefeuille client, la réputation de la marque, etc. Ces critères classiques peuvent être complétés d'autres critères, dans le cas spécifique des deeptech : maîtrise de process, outil industriel, etc. Dans ce cas précis, ce qui peut être cédé est le droit d'exploiter l'invention qui est à l'origine de la startup. La valorisation de la startup en cas de rachat devra donc tenir compte du prix de cession de l'actif de propriété intellectuelle, mais pas seulement !

## OTT et investisseurs auront des attentes quant à la cession de la propriété intellectuelle

Il faut garder en tête qu'il n'existe pas de pratique unique parmi les différents OTT. Si certains ne pratiquent tout simplement pas la cession de propriété intellectuelle, d'autres peuvent être plus ouverts à cette négociation. Pour autant, certains OTT ne sont pas en mesure de céder directement la propriété intellectuelle, qu'elles gèrent pour le compte de son propriétaire (ou de ses copropriétaires) en tant que sous-mandataire. C'est donc avec l'accord de ces derniers que cela sera possible et acté par un contrat de cession (la négociation de la cession étant portée par l'OTT ou les copropriétaires directement). Ce processus peut s'avérer long et difficile, car il est propre à la stratégie de valorisation de l'actif de propriété intellectuelle par son ou ses propriétaires. Ces stratégies étant uniques à chaque acteur, il est intéressant pour l'entrepreneur d'avoir une discussion de fond sur ce sujet dès la négociation du contrat de licence.

Du côté des investisseurs, la possibilité d'une cession de l'entreprise constitue une opportunité de sortie, en lien avec leurs horizons d'investissement. C'est en résumé l'opportunité pour un fonds de voir ses parts rachetées par l'acquéreur, pour une valorisation supérieure à celle qui avait été établie lors de l'entrée de l'investisseur au capital. Par extension, les fonds d'investissements verront d'un bon oeil les contrats de licence qui prévoient la possibilité d'une cession de la propriété intellectuelle, soit via un rachat de l'entreprise, soit simplement pour permettre à l'entreprise dans laquelle ils investissent d'être propriétaire de ses propres actifs - et de faciliter leur sortie le jour où cela deviendrait nécessaire.

## Les prérequis au rachat d'une startup deeptech

Il n'existe pas de position dogmatique pour les différents acteurs quant au rachat d'une startup deeptech. Certains aspects tels que l'éthique ou la souveraineté technologique peuvent créer des litiges et méritent d'être discutés bien en amont du processus d'acquisition, et ce d'autant plus si la startup se développe dans un secteur stratégique où des considérations d'intelligence économiques sont à prendre en compte. Le consensus conjoint aux VCs et aux organismes de transfert est de privilégier les solutions de rachat qui permettent l'exploitation de la propriété intellectuelle et la création d'emploi sur le territoire local. Pour autant, aucun cas particulier de rachat d'une entreprise deeptech ne sera bloqué par principe.

Néanmoins, pour que le rachat d'une startup deeptech puisse être mené à bien, deux prérequis doivent être satisfaits :

- Offrir un droit de regard et une information aussi précise que possible aux actionnaires (organismes de transfert comme VCs) sur les conditions de l'exploitation de la propriété intellectuelle dans le temps, pour répondre aux conditions d'éthique et de souveraineté technologique. Ce droit de regard peut être assorti d'un droit de veto, selon les conditions qui auront été négociées lors de l'établissement du pacte d'actionnaires.
- Laisser la possibilité aux organismes de transfert de renégocier la licence pour prendre compte les nouvelles conditions d'exploitation de la propriété intellectuelle par l'acquéreur. L'acquisition de la startup peut avoir notamment avoir un impact significatif sur les clauses de domaine (exemple : cas d'un rachat de l'entreprise pour un cas d'usage de la technologie licenciée différent de celui de départ) ou de territoire (exemple : commercialisation à l'international par un grand groupe de la solution développée par la startup).

**02.**

**...  
D'ACTIONNAIRES**

**LE PACTE**  
**...**

Le pacte d'actionnaires, comme son nom l'indique, est l'accord pris entre l'ensemble des actionnaires d'une entreprise sur les règles qui vont régir leurs relations, ainsi que sur leurs obligations respectives. C'est, en quelque sorte, la norme « constitutionnelle » de l'entreprise. Or, si tous les actionnaires œuvrent conjointement pour le bien de l'entreprise, ils peuvent malgré tout avoir des intérêts divergents. C'est notamment vrai entre les actionnaires de différentes natures, par exemple les fondateurs, les fonds d'investissements, les investisseurs individuels, les organismes de transfert de technologie, ou autre.

Attention, le pacte d'actionnaires est distinct des statuts de l'entreprise : ce sont deux documents distincts. Le pacte d'actionnaires va organiser les relations entre plusieurs catégories actionnaires distinctes, alors que les statuts de la société sont les règles de fonctionnement génériques qui s'imposent à tous.



## Qu'est-ce qu'un pacte d'actionnaires ?

On retrouve plusieurs types d'actionnaires au capital d'une société. Ceux-ci peuvent avoir des intérêts, des rôles, et des responsabilités différentes. Le pacte d'actionnaires est le document qui définit les relations entre toutes ces personnes. C'est le socle normatif de l'entreprise.

Plus le pacte d'actionnaires sera précis, clair, et complet, plus les relations entre les différents acteurs seront apaisées et fonctionnelles, et plus les éventuels désaccords pourront être gérés avec facilité. Il est donc fondamental d'en maîtriser les clauses, et de se faire accompagner dans sa rédaction et sa négociation.

## Dans ce chapitre, nous verrons :

1

**Quel est l'intérêt de s'associer avec des tiers**

2

**« Pacte » ou « Pactes » : en quoi les pactes sont des éléments vivants qui évoluent dans le temps**

(Spoiler : s'il est facile d'ajouter des droits, il est beaucoup moins évident d'en retirer ! En cela, le premier pacte conditionne beaucoup les suivants)

3

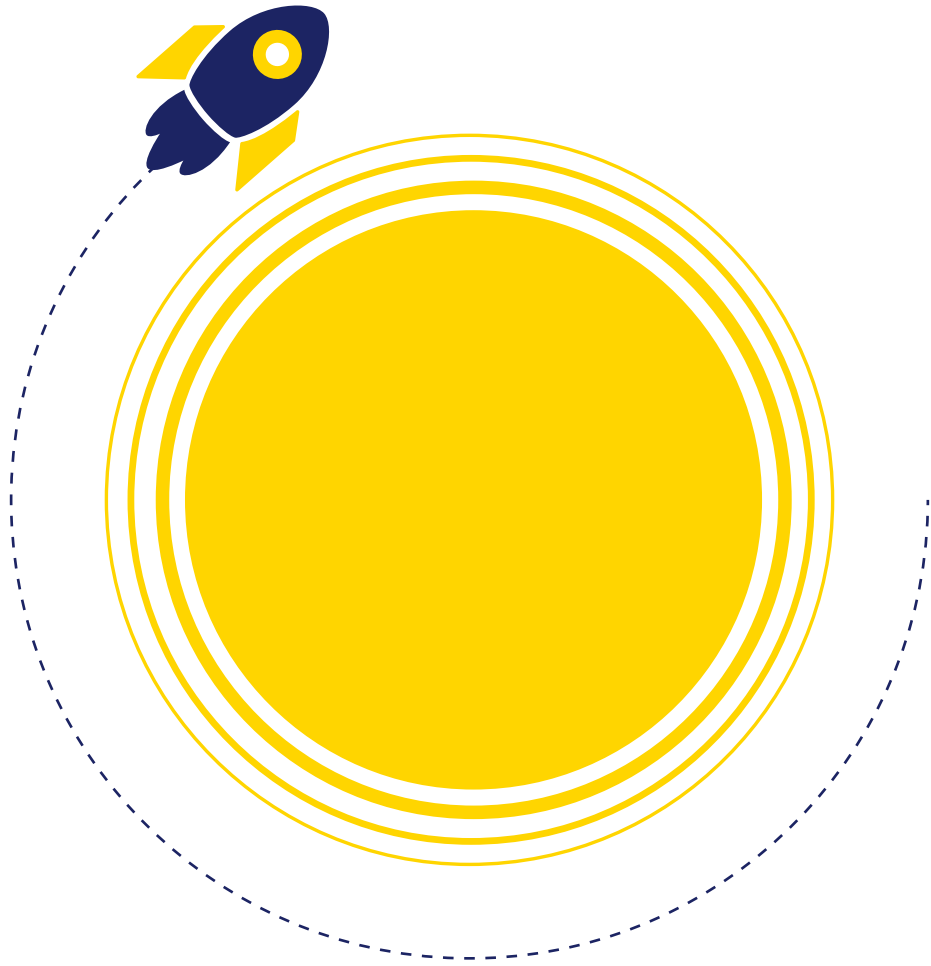
**Les grands objectifs du pacte d'actionnaire**

4

**Comment protéger l'ensemble des parties**

Nous ne couvrirons pas l'ensemble des clauses d'un pacte d'actionnaires, ni ne proposerons de modèle. En effet, plusieurs modèles de pactes d'actionnaires existent en ligne, et celui du [Galion Project](#) fait référence. Toutefois, si utiliser un modèle comme guide et référence est utile, il reste indispensable de bien en saisir l'ensemble et **d'être conseillé par un tiers de confiance dans son implémentation**. C'est un document contractuel dont les effets sont structurants pour l'avenir de l'entreprise ainsi que pour celui de ses cosignataires.





## **POURQUOI UN PACTE D'ACTIONNAIRES ?**

**2.1**

Par étymologie – et presque par ontologie – créer une entreprise est une affaire humaine. C'est une « *compagnie* », une « *société* ». A fortiori, une startup deeptech a besoin dès sa création d'apports multiples qui proviennent de sources variées : une ambition, une propriété intellectuelle, des financements, une équipe opérationnelle et engagée, des compétences scientifiques, d'autres compétences managériales et commerciales, et ainsi de suite. C'est la mise en commun de ces ressources qui rend l'entreprise possible. Cette mise en commun par des acteurs à la fois interdépendants, indispensables, et profondément différents, rend la formalisation d'un pacte d'actionnaires inéluctable.

## Comment s'associer avec des tiers ?

Décrypter le pacte qui les lie, c'est d'abord comprendre les actionnaires : qui sont ces acteurs, quels sont leurs rôles et quelles sont leurs attentes ?

Parmi ces acteurs, les premiers concernés sont les porteurs du projet eux-mêmes, c'est-à-dire ceux qui s'engagent quotidiennement et durablement dans la réalité opérationnelle du projet et lui donnent vie. Dans la plupart des cas, les porteurs de projet sont le CEO et un ou plusieurs chercheurs-associés.

## Le CEO

Les startups deeptech ont ceci de particulier que, souvent, le CEO n'est pas celui ou celle à l'origine de la technologie ou propriété intellectuelle sur laquelle s'appuie l'entreprise. Cela entraîne au moins deux effets :

- Dans le pire des cas, le rôle du CEO n'est pas bien compris par le ou les chercheurs-associés, qui peuvent se sentir « dépossédés » d'une part de contrôle sur l'avenir de leurs inventions. Cela peut être source de conflits et donc d'une gouvernance dysfonctionnelle.
- À l'inverse, dans le meilleur des cas, l'attelage CEO - chercheurs permet de maximiser les chances de réussites en associant un couple de compétences et d'expériences très différentes et pourtant très complémentaires.

À ce titre, il convient de souligner que les fonds d'investissement comme les organismes de transfert favorisent les équipes où les rôles sont bien distincts entre la recherche et la gestion opérationnelle.

Le rôle du CEO est souvent incompris car il ne correspond pas à une fonction bien définie et parce que c'est un rôle qui évolue dans le temps. Si cette trajectoire est propre à chaque entreprise et à chaque aventure humaine, on peut toutefois définir un point de départ et un point d'arrivée qui sont relativement systématiques.

**1** Au début de la vie de l'entreprise, le CEO – n'ayant pas de fonction encadrée – s'adapte aux besoins immédiats. Il peut tout aussi bien s'occuper du financement, de l'administratif, comme du développement commercial, du recrutement, ou encore de la comptabilité et de la conformité. Cela dépendra des moyens dont dispose l'entreprise pour recruter des spécialistes à chacun de ces postes, de la taille de l'équipe fondatrice et des compétences disponibles, mais aussi des besoins de l'entreprise.

Quoi qu'il en soit, le CEO doit également porter une vision partager avec ses associés et définir la stratégie de l'entreprise, c'est-à-dire la manière dont elle va allouer des ressources dans le temps et dans l'espace afin de développer et exploiter un modèle économique rentable au sein d'un environnement dynamique, contraint et compétitif.

À ce stade, l'expérience du CEO est fondamentale, car il peut y avoir plusieurs générations ou itérations d'un couple produit-marché avant de trouver celui qui fonctionne. La capacité à identifier rapidement les signes d'une croissance balbutiante ou d'une traction potentielle ou à pivoter fermement lorsqu'en leur absence, est un des rôles clés d'un CEO d'une startup naissante.

**2** Progressivement, le CEO va se détacher des fonctions spécifiques pour basculer de plus en plus sur sa fonction stratégique. Ce basculement va se faire selon un rythme qui dépend à la fois des moyens à sa disposition, des opportunités de recrutement, et de la proximité des fonctions « core business » avec la stratégie. Par exemple, si le modèle économique repose sur la vente à des grands comptes avec des cycles de vente longs et complexes, le CEO va garder un rôle actif au sein de cette fonction business plus longtemps que sur d'autres. Cela lui permet d'adapter et de piloter sa stratégie de manière plus efficace.

**3** À terme, une fois que l'entreprise va atteindre une certaine maturité, le rôle du CEO sera entièrement dédié à (i) le pilotage de la stratégie, (ii) la communication de cette stratégie en interne et en externe, (iii) la protection de la culture d'entreprise et de son efficience *via* le recrutement des personnes clés, et (iv) la recherche permanente de ressources (humaines, financières...) pour permettre à l'entreprise d'exécuter sa stratégie.

Ainsi, le CEO n'est pas un « VRP de luxe » ou un « Biz Dev glorifié », mais joue un rôle réel et certain dans la construction de l'entreprise et son développement. Ce n'est pas une sous-traitance managériale ou commerciale. Il faut rappeler que l'entreprise peut aussi suivre une trajectoire indépendante de celle de la technologie sous-jacente, distinction dans laquelle l'associé chercheur peut se trouver tiraillé, là où le CEO est pleinement garant de la cohérence stratégique de l'entreprise.

À l'évidence, il existe autant de manières d'incarner le rôle de CEO qu'il existe de CEO différents. C'est un rôle dynamique qui doit s'adapter aux besoins de l'entreprise. Un article de 2011 du célèbre investisseur Ben Horowitz, devenu culte depuis, explique par exemple la distinction entre le [Wartime CEO](#) and [Peacetime CEO](#). Ainsi, une même personne peut ne pas être la plus adaptée à ce rôle au cours de différentes phases de la vie d'une entreprise. Mais quoi qu'il en soit, avoir un bon CEO capable de se concentrer pleinement sur son rôle est fondamental au succès de l'entreprise afin de lui donner une trajectoire, un rythme, et une cohérence.



## Répartir les rôles entre associés, une affaire de pacte ?

Si cela semble nécessaire, il est possible d'inclure dès le premier pacte d'actionnaires un partage des responsabilités entre fondateurs. Cela permet de renforcer et de préciser le rôle du CEO dans les premiers temps de la collaboration, et de rassurer de futurs investisseurs sur l'alignement des associés-fondateurs.

## Le chercheur-associé

Dans la grande majorité des cas, une startup deeptech est issue d'un projet de recherche, et donc des travaux d'un chercheur ou groupe de chercheurs. Ces chercheurs peuvent porter le projet de création d'une entreprise adossée à leurs travaux, et se consacrer à son développement, selon différentes modalités. Il est cependant rare, et empiriquement souvent peu efficace, que le chercheur endosse également le rôle de CEO. Pour le chercheur-associé, faire venir un CEO co-fondateur est par ailleurs non seulement une manière d'étendre le champ de compétences et d'expérience de son entreprise, mais aussi de se rendre plus résilient face aux difficultés, à la solitude, voire à l'isolement que connaissent beaucoup de fondateurs.

En revanche, il reste responsable des évolutions et applications de sa technologie et peut prendre la direction scientifique de l'entreprise. Avec le CEO, il forme un groupe de cofondateurs, associés au capital. À ces titres, il participe non seulement aux assemblées générales mais aussi aux différentes instances de gouvernance. L'associé-chercheur joue sa peau avec le CEO, c'est-à-dire qu'il s'implique pleinement, exclusivement, dans son entreprise. Il renonce donc à ses autres activités de recherche, et se consacre au développement dans la technologie uniquement dans le sillon de la trajectoire fixée avec le CEO.

Si le chercheur doit s'entourer de profils ayant des compétences entrepreneuriales, commerciales, et managériales, il demeure fondamental qu'il se forme lui aussi aux bases de la gestion d'entreprise afin d'endosser pleinement son rôle d'associé et éventuellement de cofondateur.

### Le mot de l'investisseur

“ Je n'accepte aucun investissement où le chercheur cherche un collaborateur à qui « sous-traiter » le management de l'entreprise plutôt qu'un associé à part entière. C'est la recette pour que la boîte explose ! ”

## La répartition des parts entre porteurs de projet

Peu de sujets ont fait couler autant d'encre que celle de la répartition des parts entre fondateurs ! Notre objectif n'est pas de revenir sur le bien fondé ou non de toutes les recommandations et injonctions qui existent à ce sujet, mais simplement d'offrir quelques axes de lecture pour aborder une discussion constitutive de l'entreprise.

Si elle peut être vécue comme une quantification de la valeur relative de chacun, ou de leurs apports passés, la répartition des parts est plutôt un mécanisme de rétribution des contributions futures, de rémunération du risque, et d'implication dans l'avenir de l'entreprise. C'est donc à travers ce prisme qu'il faut évaluer le bien fondé d'une répartition entre fondateurs. Enfin, n'est fondateur que celui ou celle qui associe son destin à celui de son entreprise, qui met en jeu sa peau. Sans un engagement complet et une contribution à temps plein, on ne peut pas raisonnablement parler de cofondateur : un chercheur qui demeure dans son rôle académique ne met pas en jeu sa peau et représente un risque pour la suite de l'entreprise. À l'évidence, sa part au capital est fortement diminuée pour refléter son absence d'engagement.

Par ailleurs, si une startup deeptech prend 7 à 10 ans avant d'atteindre une certaine valeur, des petites variations sur les contributions, apports, ou salaires sur les premiers mois ou années n'ont peu d'incidence. Ainsi, utiliser **les apports passés pour rétribuer les contributions futures est un raisonnement incorrect**. Tout comme valoriser les idées ou technologies plutôt que leurs exécution ou applications est erroné, car la valeur est dans la réalité opérationnelle plutôt que dans le potentiel scientifique. Enfin, la détention de capital entraîne une appropriation de fait, mais aussi de droit, sur l'avenir de l'entreprise. C'est donc une manière d'engager et de motiver ses cofondateurs dans la réussite future.

Beaucoup d'acteurs - organismes de transfert, fonds d'investissements, incubateurs et accélérateurs – peuvent défendre des positions dogmatiques sur la répartition du capital. Le célèbre accélérateur californien [YCombinator](#) insiste pour une répartition équitable entre fondateurs, alors même que c'est, à l'inverse, une position décriée par beaucoup de fonds. Empiriquement, il n'y a pas de modèle qui se dessine nettement : sur près de 900 startups dont les données sont publiques, 30 % ont un seul fondateur et 38 % en ont deux. Parmi celles qui ont deux fondateurs, 22 % ont une répartition égalitaire, proportion qui tombe à 15 % parmi celles qui ont 3 fondateurs ou plus.

Enfin, et quelle que soit la répartition choisie, il faut que celle-ci corresponde à la situation la plus juste, transparente, et fidèle à la réalité. Par ailleurs, les clauses de *vesting* (libération progressive des parts), de *good & bad leaver* (droits de rachats des parts libérés lors d'un départ) ainsi que l'ensemble des clauses de prise de décision et de gouvernance doivent absolument être présentes au pacte d'actionnaires pour contrecarrer tous les effets néfastes qui peuvent naître des choix de répartition des parts. Ainsi, même une répartition égalitaire doit permettre à l'entreprise d'être gouvernée sans blocage, ou à un fondateur de partir sans la condamner.



### Quels sont les bons réflexes en termes de répartition du capital ?

#### Les bons réflexes

- « Il faut que l'ensemble des fondateurs soit pleinement motivé pour réussir »
- « Je dois envoyer le signal que tous les fondateurs sont valorisés »
- « Toute la valeur à créer est devant nous »
- « Il y a un plan de vesting en place »
- « La gouvernance est distincte de la répartition capitaliste »

#### Les mauvais réflexes

- « C'est mon idée »
- « J'ai travaillé n mois de plus dessus »
- « Je me suis moins payé »
- « Je suis plus âgé »
- « Il faut que je puisse arbitrer les dissensions »
- « J'ai contribué à hauteur de X milliers d'euros pour cette entreprise »
- « Je dois contrôler la gouvernance à travers le capital »

Parce que les futurs partenaires capitalistiques de l'entreprise peuvent avoir des idées fortes sur la manière dont votre capital devrait être réparti, il faut veiller à bien gérer dans les pactes les contre-effets qui peuvent naître de sa répartition. Il faut également systématiquement penser aux effets signal que renvoi votre table de capitalisation, afin de pouvoir les anticiper et éventuellement gérer les objections qu'ils entraînent. Quelle que soit la répartition que vous choisissiez, la géométrie du capital dans le groupe fondateur doit être équilibrée, cohérente et juste.

## Comment s'associer avec un Organisme de Transfert Technologique (OTT) ?

Dans le cadre de la création d'une startup deeptech, un des premiers actionnaires est souvent un organisme de transfert technologique (OTT). Il peut d'ailleurs intervenir bien en amont de la constitution de l'entreprise, et même être à l'origine de la rencontre des porteurs de projets fondateurs. L'OTT a deux rôles centraux :

**1** Premièrement, il gère la maturation et le transfert d'une technologie d'un établissement ou laboratoire propriétaire de la propriété intellectuelle vers la startup exploitante de cette technologie *via* une licence qui lui confère un droit d'exploitation. En effet, même si un chercheur ou groupe de chercheur est inventeur et à la paternité d'une technologie, il n'en a pas la propriété. Afin de l'exploiter, un contrat de licence entre le propriétaire – souvent l'établissement de recherche – et l'exploitant, en l'espèce la startup deeptech, doit être mis en place. Nous avons couvert la négociation des licences dans le premier chapitre.

**2** Ensuite, il accompagne et conseille la startup et ses porteurs dans sa phase de maturation et de développement, la plupart du temps jusqu'à sa première levée de fonds avec des fonds d'investissements (*cf. infra*).

Ce double rôle – à la fois défenseur des intérêts d'un tiers propriétaire de la technologie et défenseur des intérêts de la startup dans son incubation et développement – peut donner lieu à certaines confusions ou complexités. D'autant plus que le rôle concret joué par l'OTT, au-delà de ces quelques généralités, peut-être fortement adapté et spécifique. Nous vous proposons donc de les définir et de vous donner quelques clés de lecture

Tout OTT n'a pas vocation à entrer au capital des startups deeptech qu'il accompagne : on retrouve des OTT non-actionnaires. Toutefois, de plus en plus souvent, l'OTT est également actionnaire, afin de lui permettre de mieux remplir sa fonction. Cela crée une multitude de situations que nous pouvons simplifier ainsi :

**1 OTT Créancier :** la startup contracte une dette auprès de l'OTT liée aux frais d'accompagnement de celui-ci. L'OTT agit comme un simple créancier. Cela n'entraîne donc aucun effet sur le capital de l'entreprise, et donc aucun pacte d'actionnaires. Bien qu'historiquement l'OTT était simplement gestionnaire de licence et créancier – donc pas actionnaire – cette situation a évolué ces dernières années.

En effet, étant donné la jeunesse de l'entreprise et les temps longs de maturation d'une startup deeptech, l'OTT a peu de chance de voir sa créance remboursée à court ou moyen terme. Par ailleurs, étant donné le niveau de risque d'une startup deeptech, l'OTT porte un risque de défaut important sur sa créance. Pour ces deux raisons au moins, il est dans l'intérêt économique de l'OTT de devenir actionnaire au lieu de rester simple créancier.

**2 OTT détenteur de BSA :** dans cette configuration, l'OTT détient une créance mais celle-ci peut être convertie en actions à son initiative, c'est-à-dire que l'OTT n'est pas encore actionnaire mais peut le devenir. Il est dans une situation un petit peu à cheval entre un créancier simple et un actionnaire de plein droit. Dans la grande majorité des cas, l'OTT va convertir sa créance lors de l'arrivée des fonds d'investissement au capital (*cf. infra*), et devenir actionnaire de plein droit.

**3 OTT Actionnaire :** l'OTT peut entrer au capital de la startup – et donc devenir actionnaire – *via* la conversion de sa créance liée à son accompagnement, et/ou un investissement en numéraire (c'est-à-dire en cash, à l'opposé d'apports en nature ou en industrie).

**A** L'OTT actionnaire peut rester actionnaire simple. Cela lui confère des droits d'information au même titre que n'importe quel actionnaire, ainsi qu'un retour sur investissement lors d'une éventuelle cession de parts au moment d'un nouveau tour de table (augmentation de capital ou cession de l'entreprise).

**B** Il peut également siéger aux comités stratégiques de l'entreprise, et particulièrement à ceux en lien avec la propriété intellectuelle, par exemple le conseil scientifique. En effet, ayant un mandat de gestion et valorisation de la propriété intellectuelle, sa présence aux instances de gouvernance de l'entreprise lui confère un plus grand contrôle sur la manière dont l'actif est valorisé.

**C** Enfin, l'OTT peut être administrateur de l'entreprise, avec un droit de vote sur les principales décisions prises par celle-ci. Cela lui permet d'avoir une contribution continue sur l'ensemble des enjeux de l'entreprise et un accès permanent et privilégié aux informations. En tant qu'administrateur, son rôle peut être modulé : soit simple observateur soit censeur, avec une emprise réelle sur l'avenir de la startup. En effet, un OTT ayant participé à la création de l'entreprise, parfois avant même l'arrivée des porteurs de projets, peut se considérer comme un cofondateur et en souhaiter les mêmes droits. Si le rôle d'observateur de l'OTT est souvent concédé, celui de censeur est beaucoup plus rare.

Un rôle d'administrateur confère à son détenteur un réel pouvoir. Ce n'est pas un poste que l'on donne sans raison. Les porteurs de projet devront bien réfléchir au bien-fondé de la nomination de chaque administrateur, que celui-ci soit OTT, investisseur, ou indépendant.

Quel que soit le modèle choisi, celui-ci doit être discuté et approuvé bien en amont par l'ensemble des parties prenantes (à ce stade, les porteurs de projet et l'OTT). Les décisions prises par ces acteurs constitueront le socle du pacte qui les lie, c'est-à-dire le pacte d'actionnaires dans le cas où l'OTT entre au capital. Il est absolument essentiel que l'ensemble des droits et des obligations de chacun, leurs pouvoirs dans les différents organes de gouvernance, et les périmètres sur lesquels s'appliquent ces devoirs, soient compris et acceptés par tous. Le pacte d'actionnaires est un contrat : il repose sur la libre acceptation de ses cocontractants.

**S'il n'y a pas d'acceptation entre ces cocontractants des souhaits de chacun, signer un pacte d'actionnaires et créer une société ensemble n'a aucun sens.**

## • EXEMPLES DE 4 BONNES PRATIQUES D'ACTIONNAIRES



Trouver le juste rôle en tant d'actionnaire



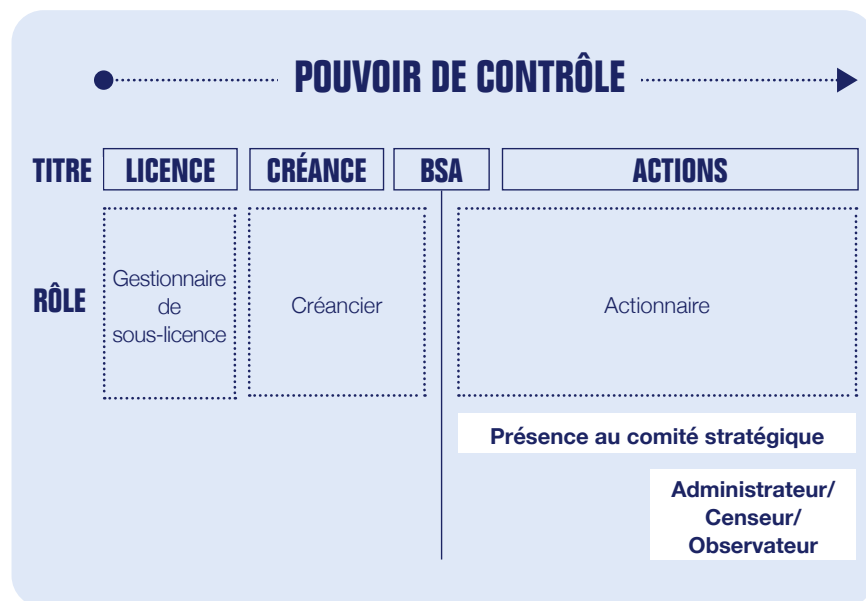
Se prémunir des conflits d'intérêts sociaux et défendre l'intérêt de la startup



Participer au développement stratégique de la startup en ayant un rôle actif au capital



Échanger entre acteurs du transfert de technologies et fonds d'investissement





## Comment faire entrer un OTT à son capital ?

Un OTT peut obtenir jusqu'à 33,33 % du capital de la startup. Dans la pratique, ce montant varie entre 5 et 15 % selon les pratiques de marché, et est directement corrélé aux services d'accompagnement que peut apporter chaque OTT.

Si plusieurs OTT entrent au capital, attention à ne pas diluer le groupe fondateur outre mesure. Il est courant que les OTT se répartissent entre eux jusqu'à 15 % du capital dans ce cas de figure.

Il importe de garder à l'esprit deux critères au moment de s'associer avec un OTT :

- **Comment cette association impactera-t-elle les futurs pactes ?**  
Il est fréquent que les investisseurs négocient une part prise par un OTT si elle dépasse les 20 %.
- Si le CEO n'est pas encore nommé, **le capital restant sera-t-il suffisant pour attirer et intéresser un CEO compétent sans rompre l'équilibre capitalistique au sein du groupe fondateur ?**

## Comment financer sa croissance avec des investisseurs ?

Si la création de la startup implique les trois premiers protagonistes – CEO, Chercheur(s), et OTT – son développement ne peut se faire sans les investisseurs. En effet, ceux-ci vont financer l'entreprise en échange de parts au capital, dans l'espoir que ce capital s'apprécie et qu'ils puissent, à terme, rentabiliser leur investissement en cédant les parts qu'ils ont acquises. Les investisseurs fournissent donc à la startup la seule ressource financière conséquente à laquelle elle a accès à ce stade. En effet la startup peut se financer avec :

- 1 Des subventions, mais celles-ci sont limitées dans leurs montants ;
- 2 Des prêts, mais ceux-ci supposent soit l'existence d'actifs à apporter en collatéral, soit l'existence de flux de trésorerie excédentaire prévisibles afin de sécuriser le créancier sur la capacité à rembourser la dette contractée ;
- 3 Une capacité d'autofinancement, c'est-à-dire un excédent d'exploitation. Or, la startup *deeptech* est par définition loin des étapes de commercialisation et donc loin de générer du chiffre d'affaires, et *a fortiori* loin d'être rentable.
- 4 Du capital, c'est-à-dire du financement avec une exposition illimitée à la hausse comme à la baisse. Les pourvoyeurs de capital – les investisseurs donc – prennent un risque supplémentaire par rapport aux créanciers dans le sens où ils peuvent perdre tout leur investissement, mais en contrepartie n'ont pas de limite supérieure à leurs gains potentiels (là où les créanciers récupèrent au maximum la créance et ses intérêts).

Une startup *deeptech* étant un pari sur l'avenir, avec un risque élevé, un gain potentiel élevé, et une commercialisation longue, seuls les investisseurs en capitaux peuvent la financer de façon conséquente.

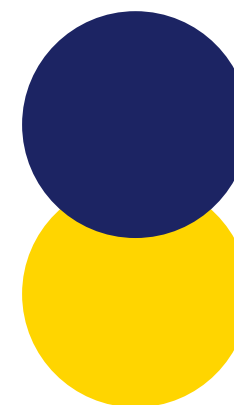


Lorsqu'on parle d'investisseurs, on parle en fait de plusieurs acteurs différents qu'il s'agit de distinguer :

- 1** Les **Business Angels** (BA) : Les BA sont des individus disposant de liquidités financières qui investissent leurs propres ressources dans des entreprises. Les montants investis peuvent aller de quelques milliers d'euros à plusieurs centaines de milliers d'euros. Ils investissent de manière occasionnelle et opportuniste sur la base de leurs affinités avec l'équipe, du secteur d'activité et du potentiel estimé de la startup. Ce sont souvent les premiers investisseurs.
  - 2** Les **Family Office** (FO) : Les FO sont des individus fortunés qui ont structuré leur activité d'investissement dans des startups. Cette structuration suppose une capacité d'investissement importante et une activité régulière. Les fonds proviennent du patrimoine personnel ou familial. Une petite équipe de salariés peut l'accompagner dans la gestion de ces investissements. Le choix d'investissement est souvent très individualisé, et peut être fondé selon des critères affinitaires ou suivant une thèse d'investissement plus ou moins structurée et respectée.
  - 3** Les fonds de **Venture Capital** (VC) : Les VC sont des structures qui collectent des fonds de la part de tiers nommés *limited partners* ou LPs (individus fortunés, assurances, banques, institutions publiques, grandes entreprises, fonds de pension, fonds de fonds...) et qu'ils réinvestissent dans des startups. C'est donc un mécanisme de financement intermédié : les gestionnaires du fond, nommés *general partners* ou GPs, investissent l'argent de tiers. Les VC peuvent gérer des sommes allant de quelques dizaines de millions à plusieurs milliards d'euros. Les GPs se rémunèrent via une commission sur les montants sous gestion, habituellement autour de 2 %, et sur un pourcentage de la plus-value générée par leurs investissements (de l'ordre de 20 %).
- Le *Venture Capital* est une sous-catégorie du *Private Equity* (PE), dans le sens où les fonds de VC investissent dans des actions privées (à l'inverse d'actions publiques qui sont cotées sur des places de marché). Ce qui distingue le VC du PE au sens large est que le VC intervient très tôt dans la vie de l'entreprise, lors des périodes de très fort risque et très forte croissance. Ainsi, les modèles de valorisation utilisés ainsi que les rendements attendus par les VC sont différents des autres acteurs PE.
- 4** Les fonds de **Corporate Venture Capital** (CVC) : Les CVC fonctionnent de manière similaire aux FO dans le sens où les fonds proviennent d'une entreprise et sont gérés/investis par une équipe de salariés. Il y a donc un seul bailleur de fonds, là où les VC peuvent avoir eux-mêmes plusieurs centaines de souscripteurs (les LPs).

Bien qu'ils soient de même nature (investisseurs), ces acteurs agissent parfois de manière différente. Par exemple, un *business angel* occasionnel peut avoir un coup de cœur pour un projet et investir selon des critères tout à fait différents d'un VC professionnel. C'est d'autant plus le cas que le *business angel* est un ami ou membre de la famille d'un des fondateurs. Dans ce cas, il faudra être particulièrement vigilant sur les conditions du tour de table, afin que celles-ci ne freinent pas le tour de financement suivant. Le plus simple lors d'un financement par des investisseurs peu expérimentés est d'utiliser des outils d'accès différé au capital - comme les *bons de souscription en actions* (BSA).

Indépendamment de leurs différences, leurs attentes fondamentales sont les mêmes : financer la croissance de l'entreprise pour que sa valeur (et donc celle de ses actions) s'apprécie afin de revendre ces actions à un prix supérieur à celui auquel elles ont été achetées. Étant donné le niveau de risque lié à ces investissements, les investisseurs s'attendent à une très forte appréciation de leurs actions afin de compenser les éventuelles pertes subies par ailleurs. Il y a donc une double attente structurante : que les actions soient liquides (c'est-à-dire cessibles à un tiers) dans un horizon de temps défini et que l'appréciation de leur valeur soit significative. C'est donc aux porteurs de projet, et notamment au CEO, de démontrer aux investisseurs (i) qu'il existe une stratégie de sortie (liquidité) et (ii) une profondeur de marché capable de soutenir la croissance (appréciation) ainsi que (iii) une trajectoire crédible pour capter ce marché.





# Comment négocier son pacte d'actionnaires ?

Le pacte d'actionnaires va organiser la distribution des rôles, des droits, et des obligations entre tous ces actionnaires aux attentes et contraintes différentes. Très vite, il peut y avoir une équipe de fondateurs composés d'individus aux compétences et expériences distinctes, un OTT, des BA, un ou plusieurs FO, et un ou plusieurs VC. Chacun va vouloir sécuriser son investissement en jouant un rôle plus ou moins important dans les prises de décisions et dans les organes de gouvernance. Par ailleurs, chacun va vouloir protéger son rendement potentiel en organisant les conditions dans lesquelles ses actions sont cessibles. Dès lors, une négociation va s'ouvrir. Face à des acteurs professionnels et expérimentés dont c'est le quotidien, les fondateurs peuvent se sentir démunis.

Il est donc fondamental pour les porteurs de projets de se faire accompagner par un tiers de confiance qui ne soit pas un des cocontractants, et idéalement par un avocat spécialisé du sujet.

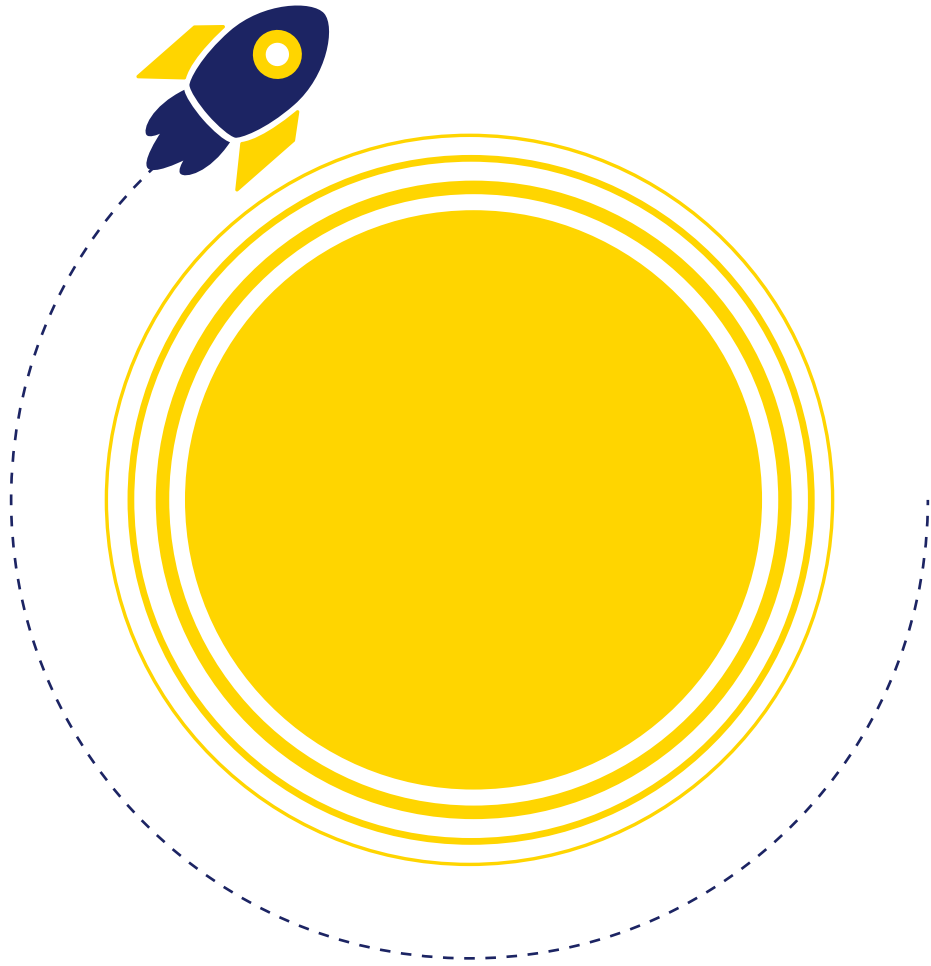
La négociation d'un pacte d'actionnaires peut prendre du temps – souvent plusieurs mois. Il a lieu en deux temps :

- 1** Premièrement, la « *Term Sheet* » ou « TS » qui vient définir les grandes articulations du pacte à venir. Elle définit les identités des cocontractants, les éléments financiers (structure de la transaction, montants investis, répartition du capital) ainsi que quelques éléments droits clés, par exemple la composition des organes de gouvernance. L'objectif est de s'assurer d'avoir un accord sur les clauses principales et structurantes avant de rentrer dans le détail. Si on ne peut pas se mettre d'accord sur ces termes essentiels, la discussion ultérieure, plus approfondie, n'a pas lieu d'être.
- 2** Ensuite, une phase de « *Due Diligence* » ou « DD », plus ou moins longue et intense en fonction de la maturité de l'entreprise. Ici, les futurs actionnaires vont chercher à valider l'ensemble des éléments présentés par les porteurs de projet.
- 3** En parallèle, la phase de rédaction du pacte d'actionnaires, parfois appelé « *Long form* ». Ce document peut parfois être très long, précis, et ésotérique. Il est important de bien le maîtriser car c'est celui qui fera foi.



## Les 10 tips de la négociation d'un pacte d'actionnaires

- 1** Prendre un avocat qui a l'habitude des levées de fonds de startup deeptech dans le secteur en question.
- 2** Relire attentivement tout le pacte avant la signature.
- 3** Faire l'effort de comprendre le pacte d'actionnaires : ne pas hésiter à poser des questions et associer toutes les clauses à des cas concrets. Ne pas laisser de phrases que l'on ne comprend pas.
- 4** Faire reformuler en phrases courtes et précises.
- 5** Arbitrer au mieux entre niveau de simplicité et d'exhaustivité.
- 6** Demander des exemples chiffrés pour comprendre chaque clause.
- 7** Se rencontrer physiquement, retrouver le sens de l'échange direct.
- 8** Évaluer vos partenaires. Lire les signaux faibles.
- 9** C'est une négociation : les intérêts ne sont pas alignés par défaut.
- 10** Vous serez testés pendant tout le processus.



## **UN PACTE OU DES PACTES ?**

**2.2**

On parle du pacte d'actionnaires comme s'il n'en existait qu'un seul. Or, s'il est vrai qu'un seul pacte est en vigueur à un instant donné, plusieurs pactes se succèdent au cours de la vie d'une entreprise : c'est un document dynamique, vivant. En effet, l'entrée d'un nouvel actionnaire est souvent l'occasion de renégocier le pacte, le nouvel entrant pouvant souhaiter s'octroyer des droits de gouvernance par exemple ou une préférence sur ses actions lors d'une cession : c'est souvent le nouvel entrant qui a le pouvoir de négociation car c'est son investissement qui permet à l'entreprise - non rentable à ce stade - de continuer ses activités.

Ainsi, l'échiquier qui se met en place entre les investisseurs existants, les fondateurs, et les nouveaux investisseurs peut vite devenir complexe. Bien comprendre les attentes des uns et des autres ainsi que les différentes clauses du pacte et leurs effets concrets est fondamental.

## Les startups vivent dans un monde d'exceptions

Tout comme il existe plusieurs pactes qui rythmeront la vie d'une startup, il existe autant de modèles de pactes à chacune des phases de la vie d'une startup qu'il y a de startups. Deux pactes ne seront jamais tout à fait les mêmes. Ainsi, tout ce que nous évoquerons dans ce chapitre - et dans ce guide en général - correspond à des principes directeurs et des bonnes pratiques observées empiriquement plus qu'à des normes invariables et absolues. Par ailleurs, cette très forte individualisation des situations rend indispensable l'appui de conseils professionnels pour épauler l'équipe dirigeante. Un avocat ayant l'habitude de négocier les pactes d'actionnaires de startup, idéalement dans votre secteur - car les pratiques peuvent être très différentes d'un secteur à l'autre - est incontournable.

Les variations d'un pacte à l'autre peuvent être massives, et ce sur tous les points critiques comme secondaires. Il y a des startups valorisées 100 M€ dès leur premier tour de table là où d'autres dépassent difficilement les 1 M€ au même stade. Il y a des startups où trois fondateurs se partagent le capital à parts égales, et d'autres créées par des « *solo-founders* ». Il y a des startups dans lesquelles la gouvernance est entièrement captée par le CEO, dont chaque action peut lui conférer 2, 3, ou n droits de vote. Mark Zuckerberg par exemple détient 13 % des actions de Meta mais 54 % des voix, avec des actions de classe B<sup>(1)</sup> qui lui confèrent 10 voix chacune.

Plus les fondateurs vont maîtriser à la fois les mécanismes techniques d'un pacte d'actionnaires mais aussi les enjeux humains et stratégiques des différents associés, plus ils pourront négocier le pacte à leur avantage. Par ailleurs, même si les pactes se négocient à chaque augmentation de capital, il est très dur de revenir sur des droits concédés par le passé. Dès lors, la tentation de ne pas négocier trop âprement le premier pacte en espérant revenir dessus plus tard est mal avisée.

## Quand et comment écrire un premier pacte ?

À la création, l'entreprise se crée autour de son équipe fondatrice. À ce stade, formaliser un pacte d'actionnaires peut être d'un formalisme un petit peu excessif. Toutefois, des discussions structurantes sur certains points définissant les relations entre fondateurs doivent avoir lieu et leurs conclusions écrites pour éviter toute absence de clarté ou transparence ultérieure. Un simple mail entre les fondateurs suffit pour s'assurer que tout le monde partage le même niveau d'information.

Notamment :

- la répartition du capital entre les fondateurs ;
- la durée et la répartition du *vesting*, c'est-à-dire le calendrier de libération du capital souscrit : qu'est ce qui se passe si un des fondateurs quitte le navire au bout de 6 mois ? 2 ans ? 4 ans ? (*cf infra*) ;
- les règles de good and bad leaver (*cf infra*).

La première occasion de formaliser un pacte d'actionnaires est lorsque des actionnaires ayant des rôles différents - et donc des droits et des devoirs différents - rejoignent l'entreprise. Typiquement, un parent qui investit quelques milliers d'euros dans l'entreprise n'a pas le même rôle que celui d'un fondateur scientifique ou d'un OTT.

On peut illustrer quelques grands cas de figures schématiques, dans un tableau qui résume les détentions respectives et qu'on appelle « Table de Capitalisation » (parfois table de capi, ou *cap table* en anglais).

<sup>(1)</sup> On distingue différentes « classes » d'actions en fonction des droits que confère ces actions (nombre de voix, préférence de liquidation, etc.).

Primo Pacte				
	Ex 1	Ex 2	Ex 3	Ex 4
<b>Fondateurs</b>	90 %	90 %	84 %	86 %
<b>CEO</b>	70 %	40 %	49 %	51 %
<b>CTO</b>	-	30 %	20 %	20 %
<b>CSO</b>	20 %	20 %	15 %	15 %
<b>OTT</b>	10 %	10 %	10 %	10 %
<b>Friends &amp; Family</b>	-		6 %	4 %

Quelques observations :

- Dans ces quatre exemples, nous avons choisi un CEO ayant systématiquement plus de parts que les autres membres fondateurs. D'autres configurations sont possibles.
- L'OTT a, dans ces quatre exemples, 10 % du capital. Un OTT peut prendre entre 5 % et 15 % du capital<sup>(1)</sup>. Il peut y avoir plusieurs OTT au capital, mais cela reste exceptionnel.
- Les rôles de départ dans l'équipe fondatrice dépendent des besoins de l'entreprise et du nombre de fondateurs : on a illustré avec des équipes de 2 ou 3 personnes mais d'autres configurations sont possibles.
- Les « *Friends & Family* » sont des particuliers qui investissent des fonds limités - de l'ordre de quelques milliers à quelques dizaines de milliers d'euros habituellement - dans l'entreprise au tout début pour soutenir les fondateurs. Leur quote-part dépend du montant de leur contribution collective ; souvent faible, ce groupe reste très minoritaire.

Dans tous les cas, le groupe de fondateurs reste très largement majoritaire. Ce sont eux qui font avancer au quotidien l'entreprise, qui n'est pas financée. L'OTT apporte son soutien et la propriété intellectuelle, qui constitue à ce stade le seul actif de l'entreprise.

## Comment gérer l'arrivée de Business Angels ?

Les premiers investisseurs à financer une startup sont souvent des particuliers : des *Business Angels* qui investissent pour compte propre, des montants allant de quelques dizaines de milliers à quelques centaines de milliers d'euros. Ils prendront habituellement autour de 20% du capital, mais il peut y avoir de très fortes variations en fonction des startups, des profils de BA, et des montants levés, qui peuvent aller de plusieurs centaines de milliers à plusieurs millions d'euros.

Leur arrivée transforme la répartition du capital, par exemple, si nous retenons les exemples 1 et 3 précédent :

Pacte BA		
	Ex 1	Ex 3
<b>Fondateurs</b>	74 %	66 %
<b>CEO</b>	57 %	38 %
<b>CTO</b>	-	20 %
<b>CSO</b>	16 %	15 %
<b>OTT</b>	8 %	8 %
<b>Friends &amp; Family</b>	-	5 %
<b>BA</b>	18 %	22 %

Pour faire entrer les BA, tout le monde se dilue proportionnellement à leur quote-part de capital. Le groupe fondateur a toujours la majorité - à ce stade aucun investisseur institutionnel n'est entré au capital. Les BA constituent d'ores et déjà le second groupe le plus important. Un nouveau pacte d'actionnaires est rédigé avec les BA.

Comme nous avons pu l'évoquer, faire entrer des BA non professionnels ou des *friends & family* doit permettre de faciliter les premiers financements sans porter préjudice aux tours suivants : attention à la valorisation de la startup dans ces phases précoces !

<sup>(1)</sup> Le rapport Lewiner préconise 5 % <https://www.igf.finances.gouv.fr/files/live/sites/igf/files/contributed/IGF%20internet/2.RapportsPublics/2018/rapport-innovation.pdf>

# Comment faire évoluer le pacte pour intégrer des VCs ?

Rapidement cependant, la startup aura besoin de lever des fonds plus conséquents, de l'ordre de plusieurs millions d'euros. C'est là qu'entrent en jeu les fonds de *Venture Capital*, ou VC. Un nouveau pacte d'actionnaires est rédigé. Concernant des investisseurs professionnels, plus sophistiqués, ce pacte peut faire l'objet d'une longue négociation avec beaucoup de technicité. L'entreprise doit absolument être représentée par un avocat, qui représente ses intérêts (et donc pas ceux des fondateurs individuels !).

Les VC vont typiquement exiger entre 15 % et 30 % du capital lors d'un financement. Il y aura souvent plusieurs financements successifs, espacés de 18 à 36 mois, chacun diluant un peu plus les actionnaires précédents et donnant lieu à une redéfinition du pacte en vigueur. On les distingue par des lettres (Série A, B, C). La « durée de vie » que procure à l'entreprise le tour de financement s'appelle le *runway* et s'exprime en mois (le terme vient de la piste de décollage : la longueur au-delà de laquelle un avion doit décoller s'il ne veut pas s'écraser).

La négociation de la valorisation de l'entreprise lors du tour de table est particulièrement critique : de là va en découler la quote-part des VC au capital ainsi que le montant du financement, les trois variables étant liées. Valoriser sa startup en Série A pourrait faire l'objet d'un guide entier, et n'est pas le sujet de celui-ci. De la valeur de la startup découle la répartition du capital, et donc la table de capitalisation. On peut illustrer l'impact de ce tour de table sur la table de capitalisation précédente :

Pacte VC 1		
	Ex 1	Ex 3
Fondateurs	57 %	48 %
CEO	44 %	28 %
CTO	-	12 %
CSO	13 %	9 %
OTT	6 %	6 %
Friends & Family	-	3 %
BA	14 %	16 %
VC	23 %	26 %

Ici, les VC deviennent le premier groupe d'actionnaires après les fondateurs. À noter que les fondateurs, dans l'exemple 3, ont perdu la majorité du capital - c'est le premier tour de table institutionnel et c'est un petit peu tôt pour perdre le contrôle alors que l'entreprise est encore très jeune.

L'évolution progressive de la table de capitalisation doit être anticipée et se gérer ; c'est ce qu'on appelle *l'equity story*, l'histoire du capital.

## Un pacte d'actionnaires a-t-il des limites ?

Si le pacte d'actionnaires fait office de loi constitutionnelle de la startup, encore faut-il pouvoir l'appliquer dans les faits pour qu'il soit effectif. Par ailleurs, certains événements - dont les tours de table successifs - peuvent donner lieu à des espaces de renégociation et de rééquilibrage. Il appartiendra aux fondateurs, et notamment au CEO, de saisir ces opportunités s'il estime l'équilibre des pouvoirs défectueux dans l'entreprise.

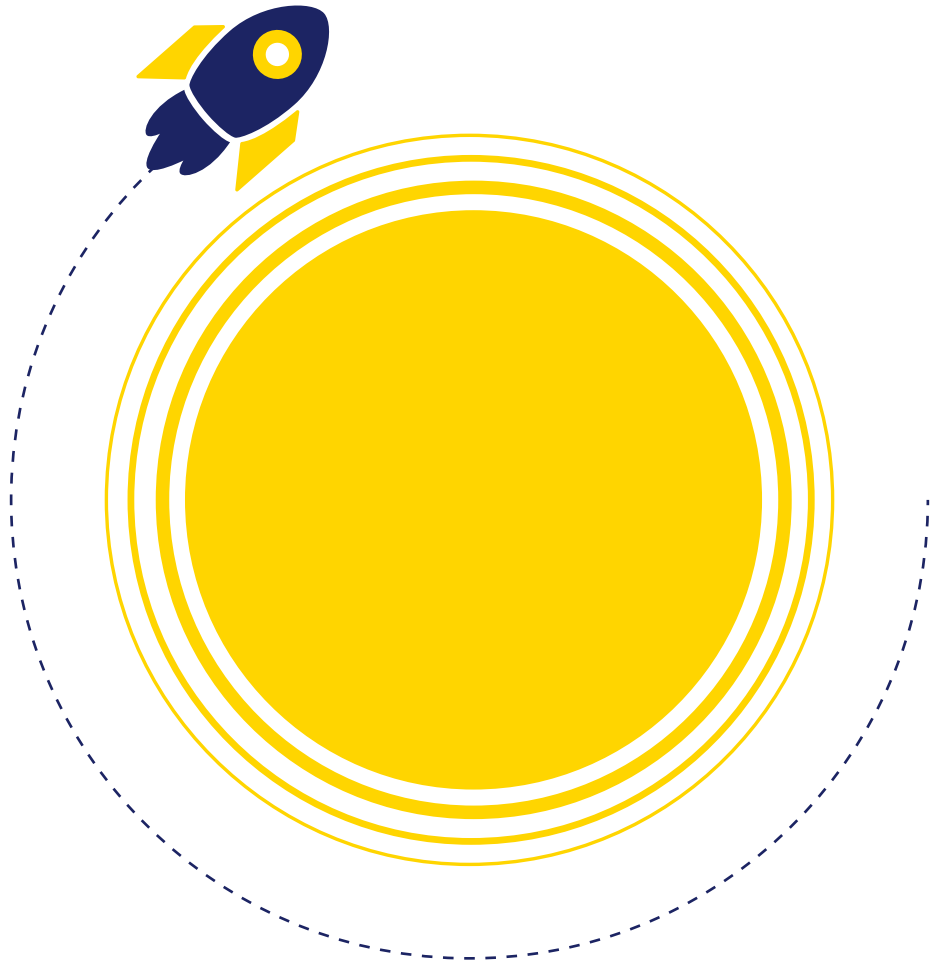
C'est notamment le cas lors d'une cession, où il appartient aux fondateurs - et plus particulièrement au CEO - de négocier le contrat de vente (ce qu'on appelle *Shares Purchase Agreement*, ou SPA). La répartition des recettes de la cession dépend bien évidemment de ce qui est prévu au pacte d'actionnaires, mais, à l'initiative du CEO qui a la main sur la vente, elle peut également faire l'objet d'une renégociation *ad hoc* entre les actionnaires cédants. Il est quasiment impossible de céder une entreprise sans la collaboration totale des fondateurs / du CEO, qui dispose à cette occasion d'un vrai pouvoir de négociation.



## Qu'est-ce qu'un « mini-pacte » d'actionnaires ?

Il peut arriver que l'entreprise souhaite mettre en place ce qu'on appelle des « mini-pactes » avec des actionnaires individuels ou des sous-groupes d'actionnaires, par exemple des employés exerçant leurs BPSCE ou les petits *business angels* (typiquement les amis et la famille). Plusieurs objectifs peuvent justifier la mise en place de mini-pactes :

- Un mini-pacte permet de définir des droits et devoirs spécifiques pour certains actionnaires sans avoir à y faire référence dans le pacte principal, évitant ainsi de solliciter tous les actionnaires pour la mise en œuvre de ces clauses spécifiques à certaines catégories (salariés, *friends & family*).
- Cela évite d'avoir trop de signataires dans le pacte principal, chacun étant nécessaire pour son éventuelle modification ultérieure. Surtout lorsque les intérêts et le professionnalisme entre cosignataire peuvent être très différents : un investisseur ayant investi quelques millions peut raisonnablement souhaiter éviter de devoir attendre la signature d'un parent du fondateur ayant investi quelques milliers d'euros.
- Cela permet également de garder confidentiel le pacte principal, le signataire du mini-pacte n'y ayant pas accès.



**QUELS SONT  
LES GRANDS  
OBJECTIFS  
DU PACTE  
D'ACTIONNAIRES ?**

**2.3**

Nous avons vu que le pacte d'actionnaires organise les rôles, les droits, et les obligations de différentes catégories d'actionnaires. Ce pacte évolue au fur et à mesure où de nouveaux actionnaires rejoignent l'entreprise, venant diluer la quote-part des actionnaires existant et redistribuer le capital et le pouvoir.

Cette répartition a deux conséquences majeures pour l'entreprise :

- 1** La première est de **définir sa gouvernance**, c'est-à-dire la manière dont les décisions stratégiques sont prises au sein de l'entreprise. Autrement dit, négocier son pacte c'est s'assurer de la juste répartition du pouvoir.
- 2** La seconde est de **définir les droits qu'ont les différentes catégories d'actionnaires sur les actifs de la société**, que ce soit dans le cas d'une augmentation de capital (par exemple avec les clauses de respiration), de départ d'un associé (clause de *good/bad leaver* et de *vesting*), cession (clauses de *tag-along/drag-along*, liquidités préférentielles), mais aussi bénéfices (versement de dividendes). L'organisation des scénarii de sortie sera particulièrement importante pour les VC, qui doivent eux-mêmes rendre à leurs investisseurs - les LPs - les montants investis : assurer la liquidité de leur investissement est important pour eux. Ainsi, ils peuvent exiger des clauses de liquidité ou des clauses de rendez-vous pour encadrer cette recherche de liquidité. On voit ici un exemple d'intérêts spécifiques aux fonds d'investissements, qui peuvent en l'espèce diverger de ceux des autres actionnaires.

Si ces effets peuvent sembler distants ou théoriques lors de la constitution de l'entreprise, ils s'avèrent vite être très réels au quotidien. Internet est rempli d'histoires de pactes mal négociés et de leurs effets délétères. Négocier un pacte est aussi l'occasion de révéler les personnalités de ceux avec qui on s'associe : c'est un moment auquel il convient d'arriver préparé et auquel il faut accorder l'importance qu'il mérite. Cela est d'autant plus vrai que les porteurs de projet sont souvent novices en la matière, alors qu'en face les investisseurs (et les OTT) négocient ce genre de document systématiquement.

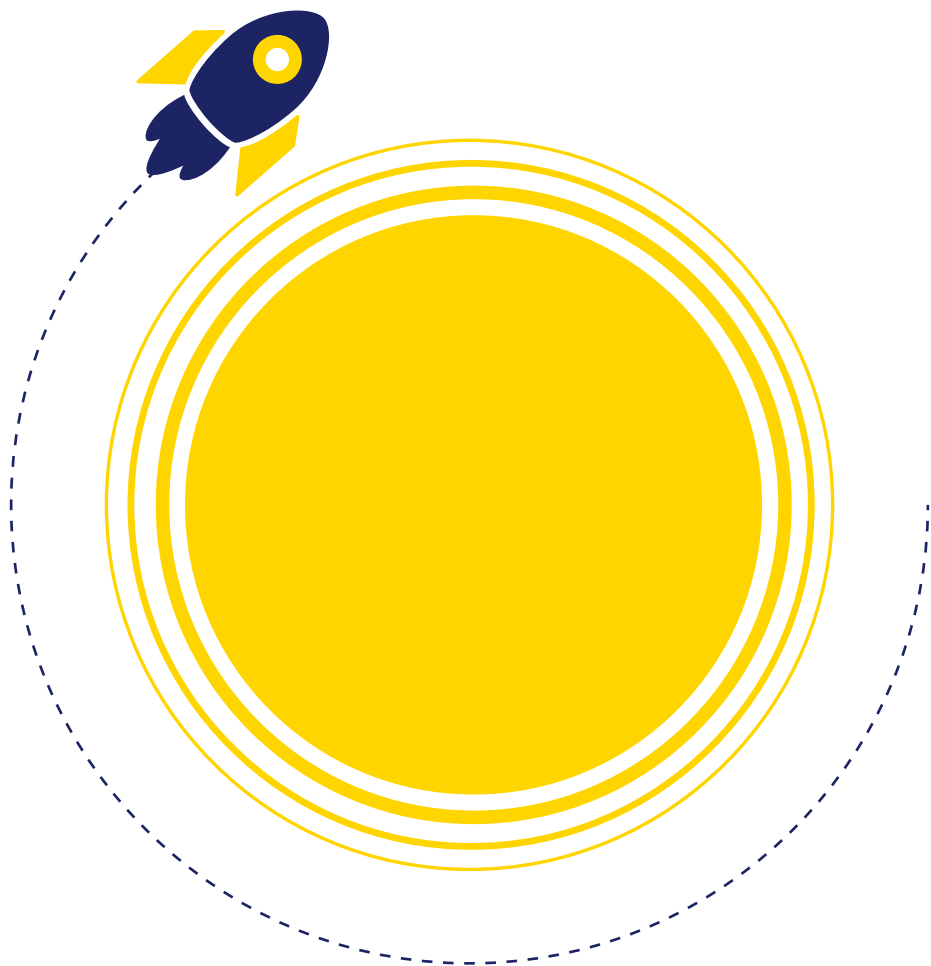
Cela dit, un pacte étant le reflet d'une situation unique traduisant un équilibre entre associés à un moment donné, il n'y a pas de modèle parfait à proposer. En revanche, nous pouvons identifier quelques bonnes pratiques et d'autres plutôt déconseillées.

	Bonnes pratiques	Pratiques déconseillées
<b>Répartir les rôles au capital et au board</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Concevoir un <i>board</i> équilibré correspondant aux rôles qu'on souhaite attribuer à chacun</li> <li>Faire entrer des administrateurs indépendants dès la première levée de fonds</li> <li>Garder les fondateurs en position dominante tout en donnant un droit de veto aux investisseurs sur certaines décisions stratégiques</li> <li>Réfléchir à l'<i>equity story</i> dès le premier pacte d'actionnaires</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Envisager la répartition du capital et la constitution du board comme un rapport de force entre investisseurs, fondateurs et OTT</li> <li>Recourir au vote pour trancher au <i>board</i> : le vote est l'exception, le consensus est la règle !</li> <li>Avoir un board comptant plus de membres que l'entreprise ne compte de salarié</li> </ul>
<b>Répartir les rôles entre fondateurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Capitaliser sur les forces de chacun : laisser plus de contrôle au CEO sur le développement du business, et plus de contrôle sur la technologie / l'aspect scientifique au chercheur</li> <li>Refléter l'implication de chaque fondateur dans la répartition du capital</li> <li>S'appuyer sur l'OTT pour jouer un rôle de stabilisateur et d'arbitre entre les fondateurs</li> <li>S'assurer que tous les fondateurs sont alignés avec la stratégie globale de l'entreprise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Opter pour une répartition du capital de « principe » : faire 50/50 sans se poser la question, se baser sur le rapport professeur/élève...</li> <li>Multiplier les porteurs de projet : au delà de 4, il est difficile de garder un équilibre</li> </ul>



<b>Gérer les départs (good/bad leaver)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expliquer la logique de ces clauses : les fondateurs sont clés pour le développement, et qu'un départ prématuré va impacter la valorisation de l'entreprise</li> <li>• Se faire accompagner d'un avocat sur ce sujet</li> <li>• Ne pas chercher à définir la faute grave dans le pacte d'actionnaires, mais renvoyer au Code du Travail</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne pas inclure de clause de <i>Good leaver</i> / <i>Bad leaver</i>. Si rarement appliquées, ces clauses sont essentielles pour protéger fondateurs comme investisseurs</li> <li>• Laisser une part importante de capital à des fondateurs qui ont quitté l'entreprise - cela rebutera systématiquement les investisseurs futurs.</li> </ul>
<b>Partager la valeur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Envisager sa rémunération en tant que fondateur dans le temps long (salaire après la première levée, constitution d'un patrimoine) plutôt que d'en faire un point bloquant au départ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne prendre en compte que la valorisation de l'entreprise lors de la négociation</li> <li>• Affecter à la rémunération des fondateurs des montants qui pourraient être investis en accompagnement (avocat, comptable, etc.)</li> </ul>
<b>Négocier le pacte</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se faire accompagner d'un avocat</li> <li>• Se faire expliquer l'ensemble des clauses par des exemples - il ne faut surtout pas rester dans le flou</li> <li>• Aller au plus simple dans la rédaction du pacte</li> <li>• Relire ensemble la dernière version du pacte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Négliger la compatibilité avec les investisseurs au profit de conditions financières plus avantageuses</li> <li>• Mener l'ensemble de la négociation à distance</li> </ul>





**COMMENT  
LE PACTE  
PERMET-IL  
DE PROTÉGER  
TOUTES  
LES PARTIES  
PRENANTES ?**

**2.4**

Enfin, le pacte d'actionnaires protège ses cosignataires dans le sens où il encadre et prévoit l'ensemble de leurs relations à venir : Henri Lacordaire disait qu'entre le fort et le faible, le riche et le pauvre, le maître et le serviteur, c'est la liberté qui opprime et la loi qui affranchit. Ici, le pacte d'actionnaires fait office de loi.

Il y a de très bons documents sur l'ensemble des clauses des pactes d'actionnaires, accessibles *via* une simple recherche google. Celle du Galion Project fait référence. Notre objectif n'est pas de vous en faire le compte rendu, mais plutôt de vous proposer notre perspective sur quelques grandes clauses fondamentales qui protégeront l'ensemble des parties prenantes et que nous considérons comme absolument fondamentales dans tous les cas.

## Comment gérer la question des départs de membres fondateurs ? Les clauses *Good/Bad Leaver*

Une startup repose, dans ces premières années, presque exclusivement sur l'équipe fondatrice. Le départ d'un des fondateurs peut avoir des conséquences désastreuses sur l'entreprise, et déstabiliser l'ensemble de la structure capitalistique - la fameuse *equity story*. Pour atténuer l'impact d'un départ d'un fondateur ou membre de l'équipe dirigeante, deux familles de clauses sont prévues : les clauses de *Good/Bad Leaver* et les clauses de *Vesting*.

Les clauses de *Good/Bad Leaver* définissent dans quel cas un sortant est considéré comme sortant dans de bonnes conditions ou dans de mauvaises conditions : l'idée est de pénaliser le fondateur ou dirigeant sortant dans certains cas, par exemple faute grave ou lourde, en organiser le rachat de ces actions à leur valeur nominal (souvent 1€ par action), permettant de le sortir de la table de capitalisation à faible coût et éviter qu'une partie significative de capital ne se retrouve « confisquée » par un ancien fondateur ou dirigeant ne contribuant plus à l'activité.

Quelles que soient les modalités d'application choisies, la présence de cette clause et sa pleine compréhension par les fondateurs est primordiale : un fondateur quittant l'entreprise pour faute lourde peut tout à fait se retrouver « sans rien » même après plusieurs années de contribution si la clause de *bad leaver* le prévoit ainsi. En même temps, en l'absence d'une telle clause, un cofondateur pourrait démissionner le lendemain de la signature du pacte et garder sa quote-part du capital, sans contribuer ultérieurement au succès de l'entreprise.

## Comment l'entrepreneur peut-il valoriser ses actions ? Le *vesting*

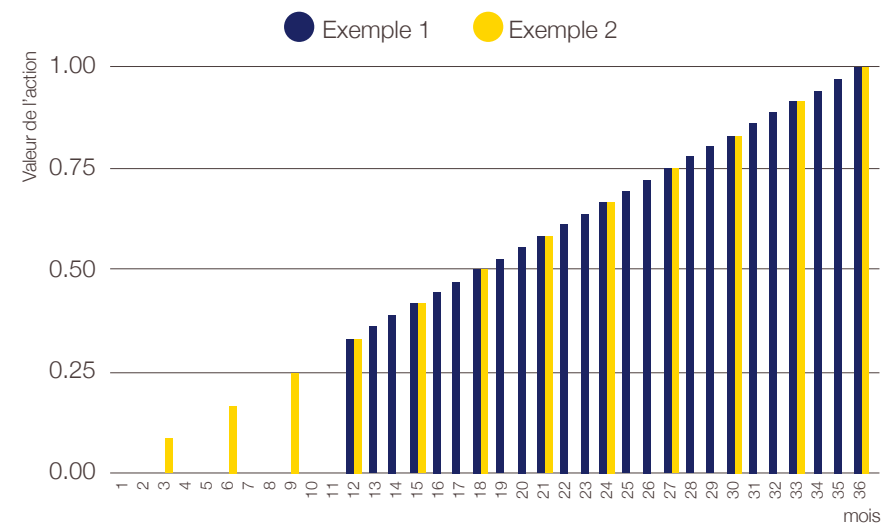
Le *Vesting* est l'organisation dans le temps de la clause de *Good/Bad leaver* : en effet, au fur et à mesure que le temps passe, une partie des actions des fondateurs devient « acquise » et ne peut plus être rachetée à sa valeur nominale. Typiquement, au bout de 2 ans, 50 % des actions sont considérées acquises (et donc ont une valeur de marché) alors que l'autre moitié est non-acquise, et a une valeur nominale. Si un fondateur quittait l'entreprise à ce stade, les autres actionnaires pourraient lui racheter la moitié de ses parts à leur valeur de marché (souvent la valeur des actions lors de la dernière opération sur le capital) et les autres à 1 € par action.

Plusieurs modèles existent pour définir le rythme d'acquisition des actions dans le temps, à la fois en termes de durée (typiquement 3 ans) et en fréquence (une fraction tous les trimestres ou tous les mois), avec ou sans l'existence de périodes minimales (*cliff* en anglais). Par exemple, on peut comparer les deux calendriers de *vesting* suivants :

**Exemple 1 :** *Vesting* de 3 ans avec libération mensuelle et *cliff* de 1 an.

**Exemple 2 :** *Vesting* de 3 ans avec libération trimestrielle.

### • EXEMPLE DE VESTING



## Quelles sont les clauses anti-dilution ?

---

Il existe une autre famille de clauses qui cherchent à protéger les parties : les clauses anti-dilutives. Elles permettent aux investisseurs d'augmenter leur quote-part au capital lors d'un tour de table ultérieur si celui-ci intervient à une valorisation inférieure à la valorisation précédente, autrement dit si l'entreprise s'est dépréciée entre deux tours de table. Elles peuvent être décourageantes pour les fondateurs, qui y voient une « double peine », et ne sont plus systématiques.

## Quelles autres clauses du pacte permettent de protéger les actionnaires ?

---

De nombreuses autres clauses vont chercher à animer les relations entre les parties prenantes dans tout un nombre de scénarii et de cas de figure, pour protéger les uns et des autres contre les divergences naturelles d'intérêts entre les acteurs. On peut par exemple citer la clause de *drag along*, qui évite qu'une minorité d'actionnaires bloquent une cession voulue par une majorité, ou à l'inverse le droit de cession conjointe qui invite que les actionnaires majoritaires cèdent le contrôle de l'entreprise sans que les minoritaires puissent bénéficier de liquidités à des termes équivalents.

Par ailleurs, nous avons choisi de ne pas évoquer les BSPCE ; ces Bons de Souscriptions de Parts de Créateur d'Entreprise sont souvent utilisés pour permettre aux salariés de la startup d'accéder à son capital. Ils peuvent également être utilisés, moins fréquemment, pour « reluer » les fondateurs, c'est-à-dire d'augmenter leur quote-part du capital. Bien comprendre leur fonctionnement suppose d'y consacrer un petit peu de temps, idéalement avec un conseil, ce que nous vous engageons à faire avant d'y souscrire ou d'en proposer.

**REMERCIEMENTS**



Le sujet du partage de la valeur se pose à chaque étape de la croissance de la startup. Au-delà de la première négociation entre fondateurs, il est systématiquement remis sur la table lorsque de nouveaux acteurs entrent au capital. Ces acteurs peuvent être fondamentalement différents. C'est aux dirigeants, et notamment au CEO, d'arbitrer parmi des intérêts parfois contraires et contradictoires.

Pour les aider, nous nous sommes régulièrement retrouvés tout au long de l'année 2022 pour échanger sur nos expériences et perspectives. Nous avons appris beaucoup les uns des autres. Et nous souhaitons vous livrer ces quelques réflexions pour mieux vous accompagner et travailler à vos côtés à la poursuite de nos ambitions communes.

## Auteurs

---

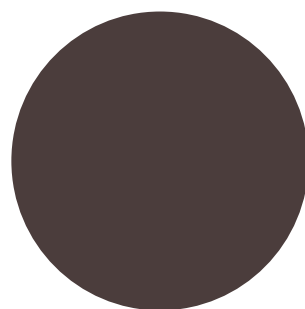
- **Vincent ABOYANS-BILLIET**, B-Harmonist
- **Stéphanie ARRABAL**, Ministère de l'Enseignement Supérieur, de la Recherche et de l'Innovation
- **Arnaud BAUDOT**, IFPEN
- **Guillaume BLANCHET**, UI Investissement
- **Damien BRETEGNIER**, Supernova
- **Hoang LE HUY**, Investisseur Early Stage
- **Laurence CAMELS-LAVERGNE**, Toulouse Tech Transfer
- **Jean-Luc CHAGNAUD**, AST - SATT Aquitaine
- **Matthieu COUTET**, Adbio Partners
- **Antoine DELATTRE**, Ministère des Finances
- **Jean-Philippe GENDRE**, Linksium
- **Sterenn GERNIGON**, SATT Paris Saclay
- **Marc GILLMANN**, SGPI
- **Boris GONCALVES**, Erganeo
- **François HEDE**, Linksium
- **Corinne HUEBERT SAINTOT**, CEA
- **Yannick IZOARD**, Clermont Auvergne Innovation
- **Gerald KENANIAN**, Ministère des Finances
- **Hervé LEBRET**, INRIA Startup Studio
- **Olivier MAIZOU**, AxLR, SATT OCCITANIE MÉDITERRANÉE

- **Delphine MARCILLAC**, Institut Polytechnique
- **Françoise MECHIN**, IFPEN
- **Didier MORET**, Techventures
- **Aymar NARDONE**, CNRS Innovation
- **Sophie PELLAT**, INRIA Startup Studio
- **Benoit BARTEAU**, Bpifrance
- **David BOUJO**, Bpifrance
- **Antoine CAIZERGUES**, Bpifrance
- **Sonia FALOURED**, Bpifrance
- **Pierre GILLET**, Bpifrance
- **Ismail MAAYOUFI**, Bpifrance
- **Pascale RIBON**, Bpifrance
- **Lucile SAMPOUX**, Bpifrance

## Rellecteurs

---

- **Jean-Baptiste BEYSSAC**, SESA Analytics
- **Xavier BOIDEVEZI**, Ektah
- **Elsa BRILLAUD**, PannTheraPi
- **Louise CARON**, Bpifrance
- **Julien CHIARONI**, CEA
- **Jean-Patrick CORSO**, CLHYNN
- **Maud DE LA BELLEISSUE**, Somno Engineering
- **Alain FANET**, Bondzai
- **Mohamad ISSAOUI**, AgroDynaLux
- **Francis LAFFET**, My Smart Move
- **Adnane NEMRI**, Rosella BioSystem
- **Steredenn HUDSON-OFFRET**, XmBauble



**SERVIR  
L'AVENIR**

