

Septembre 2024

Guide *pratique*

# Réussir sa levée de fonds



# Introduction

« Pre-seed », « série A », « VC », « clause de liquidation préférentielle », ça vous parle ?

Si vous envisagez une levée de fonds, le jargon utilisé et les processus peuvent paraître complexes... 🤔

Alors chez France Digitale on a décidé de s'associer au cabinet Lexelians Avocats, en travaillant avec Irina Serban et son équipe, pour vous concocter ce super guide pratique ! C'est le compagnon idéal pour comprendre et préparer toutes les étapes d'une levée de fonds, du pre-seed à la série A.

Ça nous tenait à cœur de vous accompagner dans votre levée de fonds. Pourquoi ?

Parce que **pour 47% des startups françaises, lever des fonds est le deuxième plus gros obstacle** à leur développement pour l'année à venir...

Pourtant, et si vous êtes là c'est que vous êtes au courant, c'est une étape importante et parfois indispensable dans la vie d'une entreprise innovante.

Alors avec ce guide on vous promet de vous aider à :

- anticiper les différentes étapes et échapper aux mauvaises surprises,
- éviter les pièges courants et mieux protéger votre entreprise,
- vous différencier et mieux convaincre vos futurs investisseurs !

Et après ce guide, on fait quoi ? 🤔

On continue bien-sûr de vous accompagner quotidiennement, tout au long de votre aventure entrepreneuriale ! Être membre de France Digitale c'est profiter :

- Des mises en relation avec d'autres entrepreneurs pour partager et évoluer ensemble,
- Des rencontres avec des experts pour être toujours bien conseillé (et notamment des info-sessions, comme celles organisées avec le cabinet Lexelians Avocats sur la levée de fonds 😊),
- Des opportunités de financement avec le FDTour qui embarque des investisseurs à votre rencontre partout en France.

*Bonne lecture !*

Les équipes de France Digitale & le cabinet Lexelians Avocats

# Le guide

## en un *clin d'oeil*



### On commence par la base : c'est quoi une levée de fonds et à quoi ça sert ?

La levée de fonds n'est pas le seul mode de financement possible quand on crée une start-up, alors quels sont ses avantages et ses inconvénients ?



### Une levée de fonds, des investisseurs, d'accord. Mais est-ce que tous les investisseurs font la même chose ?

Non ! Tous les investisseurs ne financent pas tous les projets. Un investisseur va choisir les entreprises qu'il accompagne en fonction de leur stade de développement ou encore de la technologie créée ou utilisée... Pour un entrepreneur, il est tout aussi important de choisir un investisseur qui partage sa vision, et pas seulement business, vos valeurs aussi !



### Actions, obligations, ABSA, BSA Air... Ça veut dire quoi tout ça ? Et concrètement, ça change quoi ?

Chaque outil financier ou juridique a des conséquences différentes, des avantages et des inconvénients. C'est très important de choisir les outils adaptés à votre projet. Et pour bien choisir, il faut comprendre les différences et spécificités de chacun, éclaircissons tout ça !



### Finie la théorie, on passe à la pratique ! Mais... On commence par où ?

Une levée de fonds se découpe en deux phases : une phase financière et une phase juridique. De la préparation au closing, en passant par la documentation juridique, on vous détaille toutes les étapes d'une levée de fonds. On vous en dit un peu plus aussi sur ce qu'impliquent les différentes clauses du pacte d'associés : de quoi aborder sereinement votre levée de fonds !

# Sommaire

<b>3</b>	<b>Introduction</b>
<b>4</b>	<b>Levée de fonds : c'est quoi et pour quoi faire ?</b>
4	• Lever des fonds, ça veut dire quoi ?
4	• Les avantages d'une levée de fonds
6	• Les inconvénients d'une levée de fonds
<b>8</b>	<b>Comment choisir mes investisseurs ?</b>
8	• Les différentes catégories de levées de fonds
9	• Les différentes catégories d'investisseurs
10	• Aller au-delà des critères financiers
11	• Les rendez-vous dédiés
12	• Passer par un intermédiaire financier : le Leveur
12	• Un autre mode de financement : les plateformes de crowdfunding
13	• Pour conclure
<b>14</b>	<b>Le choix des outils financiers</b>
14	• Les actions : des outils avec un effet dilutif immédiat
15	• Des outils avec un effet dilutif différé
18	• Conclusion
<b>19</b>	<b>Votre levée de fonds : étape par étape</b>
20	• La phase financière
24	• La phase juridique

# Levée de fonds : c'est quoi et pour quoi faire ?

## Lever des fonds, ça veut dire quoi ?

Une levée de fonds est un mode de financement qui permet à une société d'augmenter son capital via des apports en numéraire. En contrepartie, le ou les investisseurs obtiennent une partie du capital social de la société.

Généralement, une levée de fonds prend la forme d'une augmentation de capital, qui consiste à émettre de nouvelles actions afin que le nombre global d'actions de la société augmente. Cela implique donc une dilution des associés existants.

### En pratique

Si votre capital est aujourd'hui divisé en 10 actions et que vous en détenez la totalité, vous détenez dès lors 100% du capital de la société. Après votre levée de fonds, vous allez détenir toujours les mêmes 10 actions mais elles représenteront moins de 100% du capital, votre pourcentage de détention du capital ayant ainsi été diminué. En revanche, le nombre total d'actions aura augmenté et les actions créées seront détenues par les investisseurs.

En conclusion, vous aurez toujours le même nombre d'actions, mais pas le même pourcentage du capital. Le gâteau aura donc grossi mais votre participation au capital sera (plus ou moins) réduite.

## Les avantages d'une levée de fonds

### 1 - Accélérer le développement du projet

L'entrée d'argent que représente une levée de fonds permet d'accélérer le développement de l'entreprise en investissant principalement dans :

- le recrutement de nouveaux talents et la structuration des équipes,
- le développement du produit,
- l'expansion géographique,
- l'accélération des activités de R&D.

### À savoir

En 2023, selon une étude de France Digitale et Actual Group, chaque fois qu'une startup lève 1 million d'euros, elle crée en moyenne 10 emplois. Les startups représentent ainsi près de 1,1 million d'emplois internes, directs et indirects en France et 92% d'entre elles prévoient des recrutements en 2024. Les levées de fonds sont donc un levier efficace pour créer et dynamiser l'emploi.

## 2 - Pas de remboursement à prévoir

Une levée de fonds ne suppose pas de remboursement (contrairement à un prêt bancaire). Les investisseurs se rémunèrent ultérieurement, en revendant leurs actions et en espérant réaliser une plus-value.

## 3 - D'autres avantages non financiers, mais non négligeables

Les avantages non financiers sont importants, voire ils peuvent faire la différence. Lors d'une levée de fonds, investisseurs et start-up entrent dans une relation de confiance et d'échange mutuels. Chaque fonds d'investissement, à travers l'expérience de ses (managing) partners, s'est construit un réseau et a prouvé son expertise dans un ou plusieurs domaines d'activité. Les conseils qu'ils vous donneront peuvent être extrêmement précieux pour le développement de votre société et il ne faut surtout pas les négliger.

### En pratique

Très souvent, les investisseurs demandent la mise en place d'un comité stratégique (ou « board ») dont ils veulent être membres. Le *board* se réunit régulièrement pour discuter des orientations stratégiques de l'entreprise. C'est dans ces moments d'échange, entre autres, que vos investisseurs pourront vous guider et vous partager leur expertise.

### Le bon plan

Vous pouvez aussi échanger avec d'autres entrepreneurs en rejoignant le Collectif Start-up de France Digitale !

Au programme : petits déjeuners, cercles d'échange sur les thématiques qui vous sont importantes, networking... Et bien d'autres ressources !

**Montez à bord**

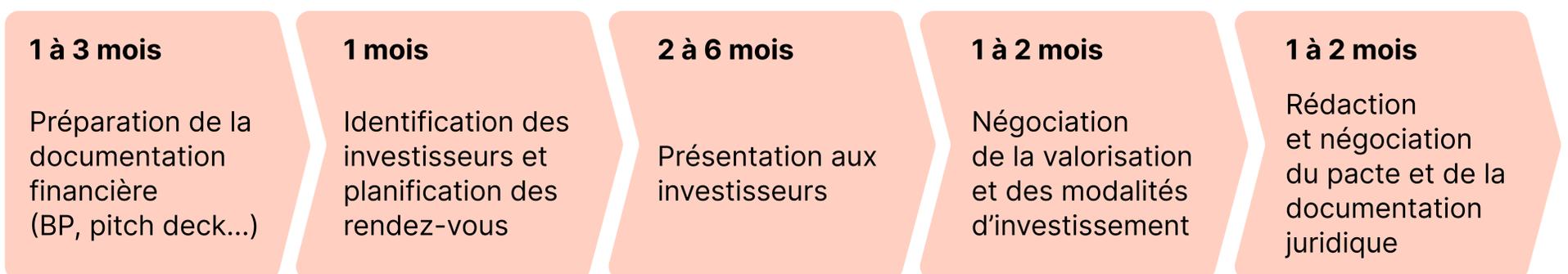


# Les inconvénients d'une levée de fonds

## 1 - La levée de fonds prend du temps

La durée d'une levée de fonds dépend de différents facteurs. Par exemple, trouver des investisseurs en phase d'amorçage peut être assez bref pour un entrepreneur avec un réseau large et de qualité. A contrario, lever plus d'1 million d'euros suppose généralement de faire appel à au moins un fonds d'investissement qu'il faut convaincre.

Après la phase financière débute la phase juridique, qui implique nécessairement des négociations et peut aussi être chronophage. Se faire accompagner par un avocat expérimenté et défendant les intérêts des fondateurs et dirigeants est l'une des clés de la réussite d'une levée de fonds.



**Facteurs clés de réussite du projet :**



## 2 - C'est une opération dilutive

Comme toute opération dilutive, il y a un partage des bénéfices entre vous et les investisseurs. La dilution est plus ou moins grande en fonction de la valorisation négociée mais aussi en fonction de l'outil de financement choisi. Il y a des astuces contre la dilution des fondateurs comme négocier dès le départ des outils de relation au capital des fondateurs (BSPCE, AGA), négocier une bonne valorisation de l'entreprise et éviter ou limiter l'impact des outils de relation des investisseurs (BSA Ratchet).

### En pratique

Voici les principaux outils de relation utilisés par les fondateurs :

<b>BSPCE</b> (Bons de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise)	Instrument utilisé dans les startups pour intéresser au capital de l'entreprise les salariés et les dirigeants. Ils permettent à leurs titulaires, sous certaines conditions, de les exercer afin d'obtenir, contre le paiement d'un prix d'exercice fixé lors de leur attribution, des actions de la société émettrice.
<b>AGA</b> (Attribution d'actions gratuites)	Attributions d'actions gratuites, permettant aux salariés et dirigeants d'obtenir directement, sans contrepartie financière, des actions de leur entreprise, sans certaines conditions et limites légales.

### 3 - Elle engendre une perte d'autonomie

Vous ne prendrez plus seul toutes les décisions. Post levée, vous serez amené à rendre compte de la gestion de la société aux investisseurs, voire les faire participer à la prise de certaines décisions. En effet, le *board* aura un poids non négligeable dans les prises de décisions stratégiques.

Il est préférable de toujours faire appel à au moins deux investisseurs et ce, y compris pour un premier tour de table. Avoir plusieurs investisseurs peut sembler plus difficile à gérer, pourtant en pratique cela équilibre le pouvoir des investisseurs au *board*.

#### En pratique

Le *board* peut être consultatif, sans réel impact sur la gestion de la société, ou décisionnaire avec un impact plus ou moins grand en fonction des décisions qui lui seront soumises. Tout dépend de la négociation menée avec vos investisseurs.

Par ailleurs, un droit de veto au *board* est souvent demandé par les investisseurs et l'enjeu dans ce cas est de bien cibler les décisions qui pourraient justifier un tel droit de veto.



# Comment choisir mes investisseurs ?

## Les différentes catégories de levées de fonds

**Amorçage ou « Pre-seed »** - Ce stade de financement est destiné à couvrir les premières étapes de développement d'une start-up, telles que la création de démos, la réalisation de prototypes et le paiement des salaires initiaux. Les montants levés peuvent aller jusqu'à 500 000 euros.

**« Seed »** - Avant que le produit ne soit commercialisable, ce tour de financement sert souvent à soutenir le développement du produit et à acquérir les premiers clients. Les levées de fonds en phase de démarrage peuvent être relativement rapides, car les montants sont généralement modestes et les investisseurs prennent des décisions basées principalement sur le potentiel de croissance et l'équipe fondatrice. Les montants levés dans cette phase se situent généralement entre 500 000 et 1 million d'euros.

**Série A** - À ce stade, l'entreprise a déjà démarré son activité. Ce tour de financement vise à accélérer la croissance de l'entreprise. La série A nécessite généralement plus de temps, car les investisseurs cherchent à voir des preuves de traction sur le marché, des revenus récurrents, et une vision claire de la croissance future. Les montants levés dans cette phase se situent généralement entre 500 000 euros et 1 million d'euros.

**Série B** - Ce tour de financement est destiné aux entreprises qui ont déjà validé leur marché et qui cherchent à se développer davantage, que ce soit par une expansion géographique ou l'augmentation des fonctionnalités de leurs produits par exemple. Les montants levés dépassent souvent 1 million d'euros.

**Série C, et ainsi de suite** - Les tours de financement suivants, comme la série C, permettent aux entreprises de continuer à croître et à se développer à grande échelle. Pour les séries B et C, le processus de levée de fonds est plus complexe et nécessite plus de temps pour l'audit, la négociation des conditions juridiques de l'opération et la sécurisation des investisseurs principaux et des co-investisseurs car les rapports de force existants seront remis en cause lors de la série C.

### Témoignage

L'investissement early stage amène plusieurs bénéfices : il permet de découvrir de nouvelles technologies et d'être toujours à jour des nouveaux usages, de rencontrer des équipes très tôt au moment de leur idée ou premiers revenus et de les voir évoluer et d'avoir un potentiel retour sur investissement intéressant.

À ce stade, le risque est élevé et en tant qu'investisseur, il est important d'avoir un portefeuille suffisamment diversifié pour limiter le risque et maximiser les chances d'avoir une startup qui surperforme. Et l'élément probablement le plus important est l'échange avec l'équipe : les interactions sont souvent riches dans les deux sens.

- **David Domingues**  
Managing Director | Techmind

## Les différentes catégories d'investisseurs

**Le « love money »** - Au début du développement et après avoir épuisé les solutions d'autofinancement, il est possible d'ouvrir le capital à sa famille et ses amis, un financement connu sous le nom de *love money*. Cela se fait généralement pour des montants inférieurs à 500 000 €, et souvent entre 300 000 € et 500 000 €.

**Les « business angels »** - Les *business angels* sont d'anciens chefs d'entreprise qui investissent une partie de leur patrimoine personnel dans des projets innovants. En plus de financer, ils apportent leur réseau, leur expérience et leurs compétences, ce qui est très précieux. Les *business angels* peuvent investir à tous les stades de la vie d'une entreprise, bien que la plupart préfèrent le stade de l'amorçage (« seed »). En général, ils investissent entre 15 000 € et 50 000 € par tour de financement. Certains *business angels* réputés investissent des montants plus importants. Ils participent généralement à des levées de fonds en dessous d'un million d'euros.

Il est recommandé de privilégier les *business angels* ayant de l'expérience et un réseau dans le domaine de votre entreprise, car cela peut considérablement accélérer votre projet.

**Les « family offices »** - Les *family offices* sont des structures privées chargées de gérer les investissements et le patrimoine financier des familles fortunées. Dans le domaine des levées de fonds, les *family offices* jouent un rôle crucial en tant que source de capital, offrant des fonds importants à investir dans diverses classes d'actifs.

Leur approche à long terme, leur flexibilité décisionnelle et leur capacité à fournir une valeur ajoutée sous forme de conseils stratégiques et de réseau de contacts en font des partenaires attrayants pour les entreprises en croissance.

**Les fonds d'investissement** - Les fonds d'investissement sont sollicités lorsque les montants recherchés dépassent les capacités des *business angels*, généralement au-delà d'1 million voire 1,5 million d'euros. Les négociations avec les fonds d'investissement sont souvent plus ardues qu'avec les *business angels*, en raison des contraintes réglementaires auxquelles ils sont soumis. Ces contraintes doivent être prises en compte dans la négociation globale de l'opération.

Il existe plusieurs catégories de fonds d'investissement, chacune se spécialisant dans des montants de financement et des stades de développement spécifiques. Certains se concentrent sur l'amorçage, d'autres sur le développement du capital. Certains fonds sont très spécialisés, investissant uniquement dans des secteurs tels que la robotique ou l'e-sport.

Les fonds d'investissement élaborent leurs stratégies d'investissement en fonction des tendances du marché, telles que le SaaS, les fintechs, la silver economy et la GenAI. Actuellement, l'impact du climat sur l'économie est une préoccupation centrale.

### Le bon plan

Trouvez le fonds d'investissement qui correspond à votre projet dans le Mapping des investisseurs de France Digitale ! Vous pourrez filtrer selon votre marché, votre secteur ou encore votre stade de financement. **Par ici pour adhérer !**



## Aller au-delà des critères financiers

Faire entrer des investisseurs au capital de sa société est une décision stratégique majeure. Leur présence influencera votre quotidien et le développement de votre projet. Le choix de l'investisseur doit évidemment correspondre au stade de développement de l'entreprise et à la nature de l'activité. Mais pour profiter au maximum de cet accompagnement qui va durer généralement plusieurs années, d'autres aspects sont à prendre en compte :

- l'alignement de vos valeurs et de votre vision avec celles de l'investisseur. Il est crucial qu'elles soient en harmonie pour assurer une évolution de l'entreprise cohérente avec votre projet initial. Les échanges et prises de décisions stratégiques seront également facilités.
- l'expérience et le réseau que l'investisseur vous apporte. Un investisseur expérimenté peut offrir une expertise précieuse pour le succès de votre entreprise mais aussi un réseau de contacts très utiles : entrepreneurs chevronnés, réseau de co-investisseurs, associations, médias, accélérateurs et incubateurs, etc.
- l'engagement et le soutien de l'investisseur à toutes les étapes du projet. Un investisseur solide reste engagé même en période difficile, apportant des fonds supplémentaires si nécessaire, ainsi que du soutien moral et stratégique.

### En pratique

De manière générale, notez qu'il ne faut pas solliciter l'aide de trop de personnes à la fois et qu'il faut toujours leur présenter les mêmes objectifs et besoins de financement, au risque de vous décrédibiliser. Et ce de la même manière que l'on évite de présenter trop d'annonces et à des prix différents de notre bien immobilier à vendre.

En outre, il est fréquent que les investisseurs ciblent en amont les start-ups dont ils souhaiteraient financer l'activité. Par conséquent il est judicieux de se faire connaître avant d'être en phase de levée de fonds pour susciter de l'intérêt de la part des investisseurs. Activez le réseau France Digitale !

### Témoignage

Avoir exactement les mêmes valeurs, c'est impossible. C'est la diversité des valeurs qui crée la richesse humaine. Plutôt qu'avoir les mêmes valeurs, c'est la compatibilité que je regarde. C'est cette compatibilité qui permet de s'assurer qu'on parle le même langage, que l'on se comprend. C'est une source d'efficacité et de confiance sans fin.

Personnellement, je recherche de l'authenticité et de l'honnêteté dans les relations. C'est ce que je recherche aussi chez les entrepreneurs. Ces valeurs sont source de stabilité et permettent de créer le cadre de confiance indispensable pour révéler le potentiel de chacun, notamment dans les futurs recrutements que les entrepreneurs seront amenés à faire. C'est quand le potentiel de chacun s'exprime que le projet est un succès.

- **Eric Gossart**  
Partner | Serena

## Les rendez-vous dédiés

Des événements sont spécifiquement organisés tout au long de l'année (et dans toutes les régions) pour vous permettre de défendre votre projet auprès d'investisseurs. Ils sont tous plus ou moins organisés de la même façon :

- Vous vous inscrivez à l'événement en présentant brièvement votre start-up et vos objectifs,
- Vous accédez à une plateforme de prise de rendez-vous avec tous les investisseurs présents et choisissez, en fonction de leurs expertises, ceux que vous souhaitez rencontrer,
- Le jour-J, vous rencontrez chaque investisseur sur un créneau qui vous est dédié.

En rencontrant les investisseurs de cette façon, vous gagnez du temps en sautant quelques étapes : appels téléphoniques, envoi de présentations avant les rendez-vous, relances... Également, vous vous assurez que les investisseurs avec lesquels vous échangez soient totalement disponibles et à votre écoute.

### En pratique

Chez France Digitale, on vous aide à vous faire financer à travers :

- le FDTour : 8 dates dans toute la France pour rencontrer en personne des investisseurs,
- du networking pour échanger avec vos pairs qui partagent les mêmes problématiques,
- des infos-sessions spécifiques sur la levée de fonds, comme celles organisées avec le cabinet Lexelians Avocats,
- notre mapping VC pour cibler les prochains investisseurs pertinents pour vous.



### Témoignage

Nous participons systématiquement aux événements FDTour, et avons même organisé le FDTour Lyon dans nos bureaux en 2022. L'écosystème start-ups français étant très centralisé à Paris, nous trouvons cela particulièrement enrichissant de rencontrer les entrepreneurs basés dans d'autres métropoles françaises, constituant ainsi une source nouvelle de deal flow qualifié. Chaque région ayant ses domaines d'excellence, nous apprécions la découverte de pépites logicielles spécialisées dans les verticales spécifiques à leur écosystème régional (par exemple : deeptech à Grenoble, HRTech à Montpellier, etc.).

La plateforme mise en place par France Digitale est également ergonomique, elle nous permet d'organiser notre après-midi à l'avance et de rencontrer plusieurs start-ups pertinentes pour notre scope d'investissement. Enfin, c'est un lieu de rencontre riche où nous avons l'occasion de discuter avec des confrères VCs, et notamment des fonds régionaux qui possèdent une vision intéressante du marché et un deal flow singulier.

- **Camille Rivet**  
Investment Analyst | Hi Inov

## Passer par un intermédiaire financier : le leveur

Dans le cadre de votre levée de fonds, vous pouvez faire appel à un intermédiaire financier pour vous assister : le leveur. Il facilite le processus de levée de fonds en aidant les primo-entrepreneurs à trouver un investisseur adapté et dans le délai imposé par les besoins de financement de l'entreprise. Recourir à un leveur n'est pas impératif pour réussir une levée de fonds : cela coûte de l'argent et peut être mal perçu en phase d'amorçage. À cette étape, il est en effet souvent attendu que ce soient les fondateurs qui s'occupent de cette tâche.

Faire appel à un leveur peut présenter des avantages : gagner du temps tout au long du processus de levée de fonds, identifier quels fonds sont à contacter ou à éviter, justifier la valorisation *prémoney*, trouver plus facilement du financement dans un pays étranger, etc.

### En pratique

Les honoraires de ce professionnel sont généralement basés sur un pourcentage du montant levé, oscillant généralement entre 2% et 6%, selon le volume des fonds collectés.

Le recours à un leveur est utile à différentes étapes de la levée de fonds. Lors de la préparation, le leveur peut apporter son aide dans la réflexion, la préparation de l'info mémo (ou « memorandum d'information »), du pitch et du business plan. Pendant le « roadshow », un leveur avec une bonne réputation peut ajouter de la crédibilité à votre démarche, bien que cela ne garantisse pas que votre dossier soit retenu. L'expertise d'un leveur est particulièrement précieuse lorsque l'activité nécessite une structuration financière complexe, impliquant un mélange d'equity, de dette, d'obligations convertibles, et la création d'un « pool » de plusieurs investisseurs, notamment s'ils sont étrangers. En pratique, lorsqu'on veut lever des fonds auprès d'investisseurs étrangers, il peut être plus utile de faire appel à des leveurs du pays concerné.

## Un autre mode de financement : les plateformes de crowdfunding

Une autre solution est de passer par le « crowdfunding ». Ce mode de financement met en relation les porteurs de projet avec des investisseurs individuels sur des plateformes en ligne. Ces levées de fonds peuvent atteindre 500 000 €, voire 1 000 000 €.

Cependant, il y a deux inconvénients majeurs : les plateformes prennent une commission importante sur le montant levé et on se retrouve avec un grand nombre d'actionnaires, ce qui peut complexifier les prises de décision au sein de la société (par exemple convocation d'un nombre important d'associés pour les prochaines assemblées générales, notamment l'assemblée annuelle d'approbation des comptes, signature des feuilles de présence par un nombre important de personnes).

## Pour conclure

Pour résumer, la levée de fonds doit être considérée comme un partenariat stratégique entre vous et vos investisseurs. Elle nécessite une réflexion approfondie et une planification minutieuse pour maximiser les bénéfices tout en minimisant les risques associés. Maintenant que vous savez (presque) tout sur les levées de fonds et que vous avez identifié vers quels investisseurs vous tourner, on vous guide pas à pas pour réaliser votre levée.

### Témoignage

Le choix des fonds d'investissement est crucial pour une start-up. Dans mon cas, j'ai ignoré la mauvaise réputation d'un fonds, pensant qu'il serait minoritaire et donc sans danger, mais cela s'est avéré être une grave erreur. Ce fonds a utilisé des leviers de pouvoir, comme bloquer une opération financière critique, ce qui a précipité ma start-up dans une série de problèmes, menant à un cercle vicieux : désalignement entre actionnaires, défiance des salariés, baisse de performance, insatisfaction clients, et finalement des problèmes financiers.

Pour éviter les procédures collectives, il est essentiel de maintenir un haut niveau de confiance avec les actionnaires et de bien gérer la trésorerie en levant plus de fonds que nécessaire sans augmenter les coûts. Je conseille aussi de prendre soin de soi physiquement et mentalement, car cette épreuve exige une résilience exceptionnelle. Enfin, un avocat spécialisé en procédures collectives, avec qui on a une bonne relation personnelle, est indispensable pour naviguer dans ces moments difficiles, comme cela a été le cas pour moi dans la reprise de Carlili par Rentacar.

- **Vincent Moindrot**  
Directeur Général | Carlili

# Le choix des outils financiers



On peut effectuer une levée de fonds en utilisant divers outils juridiques et financiers, soit séparément, soit simultanément dans des opérations plus complexes. Ces outils financiers ont des impacts très différents en matière de dilution de capital et de gain financier final des actionnaires.

Il existe deux catégories d'outils financiers : les actions, qui ont un effet dilutif immédiat et les outils qui ont un effet dilutif différé. Éclaircissons tout ça !

## À savoir

A savoir : Une erreur courante pour les entrepreneurs est de penser que l'essentiel est de bien négocier la valorisation de leur start-up et le pourcentage initial de dilution, alors que la pratique montre qu'il est tout aussi important de négocier efficacement l'outil de financement pour minimiser la dilution des fondateurs dans le temps et maximiser leurs gains financiers.

## Les actions : des outils avec un effet dilutif immédiat

Les actions sont des outils avec un effet dilutif immédiat. Il existe deux catégories d'actions : les actions ordinaires et les actions de préférence.

### 1 - Les actions ordinaires

Concrètement, lors d'une levée de fonds avec des actions ordinaires, l'investisseur verse son financement sur un compte bancaire spécial, appelé « compte augmentation de capital ». En contrepartie, l'investisseur reçoit des actions ordinaires nouvelles, émises par la société. Il devient actionnaire : il obtient des droits de vote aux assemblées générales et un droit au partage des bénéfices de la société. Les actions ordinaires préservent l'égalité entre les investisseurs et les fondateurs, offrant les mêmes droits à tous. Ce n'est pas le cas des actions de préférence.

### 2 - Les actions de préférence, actions avec BSA ratchet attachés (ABSA)

À côté des actions ordinaires, il y a les actions de préférence (ou ABSA). Elles créent souvent un déséquilibre entre les actionnaires titulaires d'actions de préférence et les autres, puisqu'elles confèrent un avantage à leurs titulaires (généralement les investisseurs).

Dans la pratique, elles donnent droit à un avantage principal : la liquidité préférentielle. C'est une clause très souvent demandée par les fonds d'investissement. Les investisseurs préfèrent rattacher un droit de liquidité préférentielle à des actions de préférence plutôt que de le prévoir dans le pacte.

## En pratique

Établir des actions de préférence est coûteux, chronophage et contraignant. Lors des premiers tours de levée de fonds, il est possible de ne pas émettre de telles actions mais plutôt d'inclure une clause de liquidation préférentielle dans le pacte.

Les actions de préférence peuvent également donner droit à d'autres avantages, mais qui sont moins adaptés aux jeunes entreprises innovantes :

- le droit de vote double,
- un dividende prioritaire ou un dividende double.

## Des outils avec un effet dilutif différé

Il y a principalement deux types d'outils avec un effet dilutif différé : le BSA Air et les obligations.

### 1 - BSA Air

Le BSA Air permet aux investisseurs d'entrer au capital d'une société sur la base d'une valorisation future, définie par une « valorisation Cap » (plafond) et une « valorisation Floor » (plancher). L'investisseur souscrit à des BSA Air et les convertit en actions lors d'un événement déclencheur futur négocié (augmentation de capital, vente de la société, etc.). Ils ne sont pas actionnaires immédiatement donc n'ont pas de droit de vote en assemblée générale ni de droit aux bénéfices immédiat.

Les fonds sont versés au moment de la souscription des BSA Air par les investisseurs et la participation des fondateurs au capital ne sera réellement diluée que plus tard, lors de l'exercice des BSA Air. La dilution se fera sur la base d'une formule de calcul définie et négociée en fonction des résultats de la société d'ici-là.

Le BSA Air présente plusieurs avantages significatifs :

- il permet de lever des fonds rapidement tout en évitant de figer une valorisation potentiellement hasardeuse, offrant ainsi une grande souplesse ;
- la non-fixation de la valorisation permet aux entrepreneurs de ne pas figer une valorisation trop basse, préservant ainsi leur position et celle des actionnaires existants.

## En pratique

Lors d'une levée de fonds par augmentation de capital, il est essentiel d'ouvrir un compte bancaire dédié : le compte spécial d'augmentation de capital. Ce compte recueille les fonds des investisseurs et doit être distinct du compte courant de la société. Pour ouvrir un compte d'augmentation de capital, il faut en faire la demande auprès de la banque de son entreprise et prévoir un délai supplémentaire.

Pour les BSA Air, l'envoi des fonds peut se faire directement sur le compte courant de la société. Cette procédure est plus simple. En effet, il est possible de libérer les fonds résultant de l'augmentation de capital avant la réception du certificat de dépôt des fonds délivré par la banque. Ce n'est qu'au moment d'exercer les BSA Air qu'il faudra effectuer les formalités auprès du greffe du tribunal de commerce.

### **Pour aller encore plus loin, nous avons préparé un court focus sur les BSA Air.**

**Taux de décote** : les investisseurs Air bénéficient presque systématiquement d'une réduction sur le prix de souscription par action payé par les futurs investisseurs lors du prochain tour de levée de fonds. Cette réduction est connue sous le nom de taux de décote. Elle récompense leur prise de risque en investissant plus tôt dans la start-up. En général, le taux de décote est compris entre 10% et 20%.

**Valorisation Cap** : le *Cap* est la valorisation plafond de la société, à laquelle le BSA Air sera converti. Autrement dit, si votre valorisation lors du prochain tour est supérieure à ce plafond, la conversion en actions des BSA Air sera limitée à cette valorisation *Cap*. Elle protège les intérêts des investisseurs AIR qui ne seront pas pénalisés par une éventuelle valorisation plus élevée lors de la levée de fonds future (événement déclencheur de l'exercice des BSA Air).

Pour les start-ups en phase d'amorçage et dans les circonstances actuelles, on constate généralement un Cap de 1 à 3 millions d'euros.

**Valorisation Floor** : la valorisation *Floor* correspond à la valorisation minimum de la société sur la base de laquelle les BSA Air seraient exercés dans le pire des cas : l'absence de réalisation d'une levée de fonds (événement déclencheur). Le *Floor* protège les fondateurs d'une dilution importante liée à une levée de fonds sur une valorisation plus basse que le *Floor* (par exemple en cas de Bridge). Il leur permet de sécuriser la dilution à un niveau acceptable pour eux.

## 2 - Obligations : OCA/ORA

Une obligation représente une dette contractuelle. Elle correspond à un emprunt de la société auprès des investisseurs, les obligataires.

L'OCA (obligation convertible en actions) permet au créancier de choisir entre le remboursement standard à l'échéance ou la conversion en actions de la société, selon des termes établis au moment de l'émission de l'obligation convertible.

Elle permet au détenteur de bénéficier de la croissance de l'entreprise. La conversion implique la création de nouvelles actions, augmentant le capital de l'entreprise.

Comme avec les BSA Air, l'impact dilutif est différé dans le temps, et l'investisseur verse des fonds à la société en échange d'OCA, qui offrent un accès potentiel au capital. Les actions ne seront obtenues qu'au moment où les obligations seront exercées, par exemple lors d'une levée de fonds ultérieure ou lors d'un autre événement déclencheur de la conversion.

Les différences avec les BSA Air résident dans le fait qu'avec les OCA, le remboursement du capital est envisageable. Les OCA présentent un autre avantage par rapport aux BSA Air car à une date fixée à l'avance, elles seront automatiquement converties en actions (date butoir de conversion). En revanche, les BSA Air peuvent devenir caducs s'ils ne sont pas exercés dans les délais prévus dans la documentation juridique.

L'ORA (obligation remboursable en actions) est une obligation remboursée uniquement par des actions, sans option de remboursement en numéraire. En raison de l'absence de choix, son taux de rémunération pourrait être plus élevé que celui d'une OCA.



### En pratique

Il est important de prendre en compte certaines contraintes lorsqu'on choisit les outils d'investissement.

Par exemple, certains investisseurs souhaitent investir depuis leur plan d'épargne en actions (PEA) pour bénéficier de certains avantages fiscaux. Mais, le PEA ne peut être utilisé que pour souscrire à des actions et non pas pour souscrire à des bons de souscription d'actions Air (BSA Air) ou des obligations convertibles (OC). Le choix de l'outil de financement devra donc tenir compte aussi des contraintes d'optimisation de certains investisseurs.

## Pour conclure

Réussir une levée de fonds ne garantit pas le succès de votre entreprise, mais elle vous permettra d'avoir les ressources nécessaires. Pour mettre toutes les chances de votre côté, il faut prendre en compte certains éléments :

- **L'importance de trouver ses clients** : il est essentiel de bien utiliser les fonds levés. Le meilleur argent reste celui des clients ! Alors, n'oubliez pas d'accompagner votre levée de fonds d'une stratégie claire, visant à investir dans les bonnes ressources, développer des produits attractifs et cibler des marchés porteurs. Sans cela, les capitaux peuvent rapidement s'épuiser sans générer les bénéfices escomptés.
- Pour les entreprises innovantes, qui sont amenées à faire plusieurs tours de table, même après une levée de fonds réussie, **il est recommandé, pour un fondateur, de continuer à consacrer 20% de son temps à la recherche de nouveaux fonds.**
- **Éviter la surdilution en négociant bien la valorisation *prémoney*.** Les fonds n'investissent qu'en contrepartie d'un certain pourcentage du capital social. Une dilution excessive peut diminuer l'influence des fondateurs et des premiers investisseurs sur les décisions stratégiques de l'entreprise.

Il est aussi judicieux de diversifier les sources de financement. Des solutions de financement alternatives ou complémentaires existent. Elles permettent de se financer différemment ou de compléter les tours de tables de manière stratégique. Parmi elles, nous pouvons citer :

- **le *cost cutting*** : il s'agit de revoir les dépenses et la gestion de la trésorerie pour optimiser les ressources existantes. C'est souvent la première méthode envisagée pour dégager des fonds supplémentaires ;
- **l'autofinancement** : il correspond à l'utilisation de la trésorerie dégagée par l'activité de l'entreprise pour financer sa croissance. Ce mode de financement est gratuit (pas d'intérêts à payer) et préserve l'indépendance de l'entreprise. Toutefois, il est souvent insuffisant pour des projets d'investissement ou de croissance importants ;
- **le *Revenue Based Financing (RBF)*** : les entreprises reçoivent des fonds en échange d'une partie de leurs futurs revenus. Ce mode de financement est particulièrement prisé par les entreprises digitales avec des revenus récurrents ;
- **les subventions** : en France, plusieurs organismes publics ou privés (comme Bpifrance ou la CCI) allouent des aides financières, matérielles, fiscales, ou sociales pour la création d'entreprises ;
- **le financement bancaire** : les banques privées offrent des prêts aux entreprises. Bien que les taux bancaires aient augmenté, ce type de financement peut servir d'effet de levier après une levée de fonds initiale.

# Votre levée de fonds : étape par étape

Pendant votre levée de fonds, il sera nécessaire de suivre un calendrier qui se découpe en deux phases : la phase financière et la phase juridique. Chaque phase comprend un certain nombre d'étapes que nous allons décortiquer ensemble. Vous devez vous assurer que la trésorerie de l'entreprise sera suffisante pour traverser sereinement toutes ces étapes.

## La phase financière

- 1 → Estimer le montant à lever
- 2 → Valoriser votre entreprise
- 3 → Préparer votre pitch deck et votre business plan
- 4 → Le « roadshow »

## La phase juridique

- 5 → La lettre d'intention ou « term sheet »
- 6 → La documentation juridique de la levée de fonds
- 7 → La liste des documents à signer au *closing*
- 8 → Le *closing*



# La phase financière

## 1 - Estimer le montant à lever

Pour définir une stratégie de levée de fonds efficace, il est crucial de déterminer précisément le montant nécessaire à l'atteinte des objectifs de croissance de votre entreprise. L'estimation du montant à lever doit inclure plusieurs éléments clés :

- **une décomposition du financement par étapes** : pour favoriser une utilisation efficace des fonds, il faudra décomposer votre financement en plusieurs tranches. Chaque tranche est alignée sur une phase de développement de l'entreprise et sur les objectifs correspondants ;
- **l'évaluation des objectifs et besoins financiers** : identifiez tous les coûts liés à la croissance de l'entreprise, y compris le développement de produits, le marketing, les ventes, l'expansion de l'équipe, et les frais généraux ;
- **la projection des revenus** : il est souvent conseillé de faire des prévisions réalistes sur les revenus futurs basées sur l'annual recurring revenue ou le chiffre d'affaires actuel et les taux de croissance attendus ;

### En pratique

Pour estimer ce montant en SaaS il est généralement conseillé de lever le montant correspondant à l'annual recurring revenue (ARR), que vous devez réaliser dans les 3 ans à venir. Cela correspond aux revenus annuels récurrents provenant des abonnements mensuels dans un idéal. Pour les autres business models, il est recommandé de réaliser vos projections sur 3 à 5 ans, en détaillant vos revenus par produit et les échéances.

- **l'analyse des écarts** : comparez les besoins financiers avec les revenus projetés pour déterminer le déficit de financement, c'est-à-dire le montant nécessaire pour atteindre les objectifs de croissance ;
- sans oublier de prendre en compte, dans ce calcul, **les coûts de la levée de fonds**. Les éléments récurrents à prendre en compte dans ces coûts sont : le leueur, l'avocat, le commissaire aux comptes ad hoc, le formaliste et, dans certains cas, l'expert-comptable pour réaliser un bilan intermédiaire.

## 2 - Valoriser votre entreprise

Valoriser son entreprise consiste à estimer sa valeur financière en tenant compte de ses résultats financiers passés et futurs. Elle prend aussi en compte des aspects qualitatifs tels que la structuration et la rétention des équipes ou la qualité et la différenciation des produits. Une évaluation précise est essentielle pour déterminer une prime d'émission équitable.

Une valorisation incorrecte peut désavantager soit les actionnaires existants, en cas de sous-évaluation, soit les nouveaux investisseurs, en cas de surévaluation, compromettant ainsi l'opération de levée de fonds, voire même des opérations futures.

Préparer l'évaluation de son entreprise peut sembler contraignant, mais c'est indispensable. Il est important de s'y prendre à l'avance pour éviter les actions précipitées qui pourraient nuire à la gestion quotidienne de l'entreprise.



## Parole d'expert

Pour une start-up qui réalise une levée de fonds, la valorisation est une étape cruciale : elle définit le poids qu'aura l'investisseur qui va entrer au capital. Pour une entreprise valorisée 100m€ qui lève 10m€, l'investisseur détient 10% du capital. En comparaison, pour une entreprise valorisée 40m€ qui lève 10m€, l'investisseur détient 20% du capital. Mais le poids de l'investisseur dépend également des outils financiers utilisés. En effet, rares sont les investisseurs qui acceptent d'entrer au capital en contrepartie d'actions ordinaires... Ils négocient très souvent des actions de préférence (cf. page 15), qui leur donnent des avantages considérables à la vente des actions, notamment récupérer leur mise initiale même en cas de baisse de la valorisation de l'entreprise, au détriment des autres associés. Ces titres plus avantageux pour les investisseurs font diminuer, économiquement, la valorisation réelle de l'entreprise.

Pour valoriser sa société, l'idée générale est de voir comment sont valorisées les autres sociétés semblables. C'est comme lorsqu'on souhaite vendre un appartement : on va calculer sa superficie, étudier le prix au m<sup>2</sup> du quartier et multiplier ces deux données pour avoir la valeur totale de l'appartement. Pour une entreprise stable et assez mature, on va regarder le chiffre d'affaires, le résultat... et comparer à une société à peu près similaire. Si elle se valorise 1x son chiffre d'affaires, on utilise le même ratio 1:1. Pour une start-up, on va utiliser une méthode d'actualisation des flux de trésorerie en imaginant un plan d'affaires sur 5 ans par exemple. On prévoit les pertes et les revenus sur les 5 prochaines années. On ramène tous ces flux de trésorerie à venir en euros d'aujourd'hui. Par exemple, 10m€ de perte dans un an valent aujourd'hui 9m€, et 15m€ de gain dans 3 ans valent aujourd'hui 7m€. En additionnant tous ces flux de trésorerie, la somme nous donne la valeur de la société qui n'est rien d'autre que la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Pour ramener en euros d'aujourd'hui, on définit un taux d'actualisation en regardant celui d'autres sociétés similaires.

En somme, il ne faut pas se focaliser que sur la valorisation, mais bien observer la panoplie d'instruments juridiques et financiers mis en place. Si je reprends l'exemple de l'appartement, je le vends à 10m€ mais il y a plein de clauses juridiques qui avantagent l'acheteur : je dois payer les travaux des 5 prochaines années, je dois rembourser l'acheteur s'il y a le moindre problème... En réalité, mon appartement ne vaut pas 10m€. Et il est peut-être plus intéressant de le vendre un peu moins cher, mais sans clauses désavantageuses pour moi.

En conclusion, la valorisation est un exercice difficile mais c'est surtout un outil de négociation. En réalité, personne n'a de boule de cristal pour savoir combien vaut une jeune société. La finalité ce n'est pas seulement le chiffre obtenu, c'est surtout ce qu'il y a autour : la réflexion, les hypothèses, la stratégie de l'entreprise, etc.

Et dernière astuce : lorsque votre société a un peu de budget et va lever de fonds, mon conseil est d'aller directement voir un avocat !

**- Gonzague Chaussois**

Expert en évaluation et modélisation financière  
Acuitem

## Témoignage

Pour l'entrepreneur early-stage, la levée de fonds est avant tout un moyen d'accélérer. Le but est d'obtenir les fonds financiers nécessaires pour nourrir la croissance tout en ayant les mains libres pour appliquer sa stratégie. La « bonne valorisation » doit donc répondre aux besoins précis et clairement définis de l'entreprise, en ancrant la levée dans la réalité de ses objectifs clés. En outre, bien valoriser son entreprise est d'autant plus important que pour les investisseurs, la valorisation est une preuve de confiance et un pari sur le futur. Elle témoigne du fait que leurs analyses sont convaincantes et que leur investissement est justifié... ce qui engendre un cercle vertueux pour l'entreprise, qui gagne en crédibilité auprès de toutes les parties prenantes.

En somme, la "bonne valorisation" est celle qui aligne les intérêts des entrepreneurs et des investisseurs sur des objectifs réalisables, fixés en commun. Enfin, le capital est le cœur de réacteur de l'entreprise, il est important d'avoir cela en tête et de ne pas le dilapider, notamment au démarrage.

L'étude de la valorisation doit se faire avec des yeux rationnels, même (et surtout) pour l'entrepreneur. C'est d'autant plus complexe qu'une entreprise en early-stage est souvent difficile à valoriser. Il faut trouver l'équilibre entre son potentiel important et les défis qu'elle rencontrera. Autre difficulté, les multiples de valorisation peuvent évoluer de manière substantielle, même sur des horizons de temps réduits. Pour un entrepreneur, la comparaison à d'autres entreprises similaires en tenant compte des spécificités de sa société est une bonne manière de faire.

A mon sens, le premier des conseils est de toujours envisager une levée de fonds sous le prisme de son besoin. Il ne s'agit pas de viser une valorisation, mais un montant à injecter dans son activité. Gardez à l'esprit que l'objectif premier d'une levée early-stage est de financer la croissance de l'entreprise.

Deuxième conseil : rester raisonnable. Il ne sert à rien de vouloir réaliser "un coup" avec une valorisation boostée de manière excessive, en direct ou par l'intermédiaire d'un leveur de fonds. Une transaction inéquitable finira toujours par vous revenir dans la figure en boomerang, comme le démontrent malheureusement les multiples downrounds en cours dans l'écosystème

Échangez avec vos pairs et renseignez-vous, notamment via des réseaux comme France Digitale. Une levée de fonds est un processus qui peut être long, avec son lot d'interrogations. Or, de nombreux entrepreneurs sont passés par là et seront ravis de pouvoir partager leurs expériences. N'hésitez pas à contacter les personnes susceptibles de répondre à vos questions, c'est certainement l'une des clés pour réussir sa levée.

- **Jean Moreau**  
Co-Fondateur & CEO | Phenix

### 3 - Préparer votre pitch deck et votre business plan

Le terme anglais « pitch deck » désigne le discours et le support de présentation d'une start-up en recherche de financements. Pour convaincre, il faudra soigner le fond aussi bien que la forme. Les informations présentées devront répondre aux attentes des destinataires (les investisseurs) et les amener à croire à votre projet et à votre équipe. Il sera présenté soit par vous soit par un leveur.

Le prévisionnel financier (ou « business plan ») est utilisé pour le pilotage d'une entreprise mais aussi comme document support lors de la recherche de financement. Il permet de comprendre le fonctionnement d'une entreprise, comment elle génère son chiffre d'affaires et d'anticiper son potentiel de croissance.

Notre conseil : particulièrement à cette étape évitez de travailler seul. Échangez avec d'autres entrepreneurs et des experts, récoltez des *feedbacks* externes et des conseils. Vous aurez davantage d'opportunités d'itération et vous parviendrez à la meilleure version de votre dossier.

#### En pratique

Les éléments indispensables d'un *pitch deck* sont :

- une présentation succincte de votre entreprise,
- l'explication du besoin du marché auquel votre produit ou votre solution répond,
- une comparaison avec vos concurrents,
- quelques étapes-clés et succès du projet jusqu'ici,
- la description de votre produit ou service et ses éléments différenciants,
- la taille et valeur du marché que vous adressez,
- la stratégie marketing que vous souhaitez mettre en place,
- la présentation de votre équipe et de ses expertises,
- les projections financières.



À cela il est vivement recommandé d'ajouter les *KPIs* (les chiffres clés), les livrables (une démo, une *roadmap*, un organigramme prévisionnel, une *data room*, etc.), des références, des premiers clients et signes de traction, etc. Ces derniers éléments peuvent être déterminants.

#### 4 - Le roadshow

À cette étape, on entre dans le vif du sujet. Le *roadshow* est en effet le moment où vous réalisez vos premières prises de contact avec les investisseurs. Pour maximiser les chances d'examen de votre dossier, faites-vous recommander par un autre entrepreneur ou une banque d'affaires.

En général, vous aurez un ou plusieurs rendez-vous durant lesquels vous devrez à la fois convaincre et répondre aux interrogations de l'investisseur. Un investisseur expérimenté saura au bout des 5 premières minutes de discussion avec vous si votre projet peut l'intéresser, le reste du rendez-vous lui permettra juste de confirmer sa première impression. À l'issue de ces échanges, il prend du temps pour étudier votre dossier de son côté. S'il est convaincu, vous passerez en comité pour que l'équipe du fonds prenne une décision collégiale (votre présence à ce comité n'est pas toujours demandée).

#### En pratique

Il peut se passer du temps entre toutes ces étapes et vous serez impatients de connaître la suite... Mais si vous prenez l'initiative d'appeler le fonds pour le relancer, cela peut indiquer un manque de capacité à susciter l'intérêt, une situation d'urgence ou des difficultés financières. C'est à l'investisseur de prendre l'initiative des relances. Cependant, il est essentiel d'avoir une longueur d'avance et de ne jamais compter uniquement sur lui pour lancer les discussions.

#### Témoignage

La levée de fonds se joue principalement en amont du *roadshow*, lors de la phase de préparation. C'est évidemment indispensable de bien maîtriser son business mais ça l'est tout autant de comprendre les attentes et contraintes des investisseurs que l'on cible.

Les investisseurs les plus prestigieux voient passer des centaines de dossiers et ils n'accordent leur attention qu'à une poignée d'entre eux. Bien comprendre ce qu'ils regardent, et surtout comment ils abordent un dossier (KPIs, equity story, ...) est essentiel !

- **Antoine Creuzet**  
Co-Fondateur | May

#### **Bingo !**

À l'issue du comité, toute l'équipe est convaincue et donne son accord... Mais le processus n'est pas fini. À ce moment-là, l'investisseur vous transmet une lettre d'intention (ou *term sheet*) et vous passez à la deuxième phase : la phase juridique.

## La phase juridique

### 1 - La Lettre d'intention (ou *term sheet*)

La lettre d'intention (LOI) que vous recevrez de la part des investisseurs intéressés est un élément central de votre levée de fonds. Elle contient tous les piliers de l'opération : conditions financières (valorisation/dilution, outil financier retenu) et les principaux termes du pacte d'associés.

#### En pratique

Il est courant que les entrepreneurs reçoivent des lettres d'intention avec des délais de réponse très courts. On vous conseille donc de renégocier ces délais afin de prendre le temps nécessaire pour analyser, avec votre avocat, la lettre d'intention et prendre le temps de négocier les piliers évoqués ci-dessus. Il sera bien-sûr difficile de revenir sur les termes d'une lettre d'intention mal négociée mais signée.

Il convient de noter que la lettre d'intention, bien qu'elle ne soit pas obligatoire, peut formaliser des échanges pré-contractuels importants et témoigner de la volonté des parties de mener des négociations de bonne foi en vue de la levée de fonds.

En général, les lettres d'intention sont non engageantes (*non-binding*), permettant ainsi une certaine marge de négociation. Cependant, si la LOI est engageante (*binding*), elle engage l'investisseur à procéder à l'investissement à condition que toutes les conditions stipulées soient remplies. En pratique, les investisseurs réputés ne signent une LOI que s'ils ont l'intention sérieuse d'investir. En effet, cette phase engendre des coûts pour l'investisseur. Les cas de retrait avant le *closing* sont rares et surviennent généralement en raison de la découverte d'un problème majeur et inattendu lors des audits.

#### À savoir

Souvent, un audit est réalisé en amont de la signature de la lettre d'intention, en fonction du stade de développement de l'entreprise. C'est un audit technique sur l'actif stratégique mais aussi un audit comptable, financier et juridique (vérification de l'historique capitalistique et de la titularité de la propriété intellectuelle principalement).



## 2 - La documentation juridique de la levée de fonds

Une levée de fonds se matérialise par une assemblée générale qui décide d'une augmentation de capital. Les investisseurs vont signer des bulletins de souscription aux actions nouvelles. Le document le plus important est le pacte d'associés. Il aborde deux sujets essentiels : le contrôle du capital de la société et la gouvernance.

**a. Le contrôle du capital** - La maîtrise d'un certain nombre de clauses essentielles et à fort enjeu financier vous permettra, en tant que fondateurs, de garder le contrôle sur le capital de votre société et de maximiser vos gains :

- **La clause de liquidation préférentielle**

Lors d'une levée de fonds, les investisseurs payent souvent un prix par action supérieur à celui des fondateurs. Les fondateurs ont souscrit leurs actions à leur valeur nominale lors de la création de l'entreprise, tandis que les investisseurs ont payé un prix plus élevé en se basant sur la valorisation de l'entreprise au moment de la levée de fonds. Les intérêts des fondateurs ne sont pas toujours alignés avec les intérêts des investisseurs : ils ne prennent pas les mêmes risques en matière de gain ou de perte financière.

C'est ce qui justifie l'existence de clauses de répartition (ou liquidation) préférentielle lors de la cession de l'entreprise, favorisant certains investisseurs. La clause de liquidation préférentielle est donc systématiquement demandée par les fonds d'investissement et parfois par les *business angels*. Les clauses de répartition préférentielle permettent à certains investisseurs de récupérer une partie du prix de cession en priorité, avant les autres investisseurs ou fondateurs.

La clause de liquidation préférentielle fait en sorte que le prix global de vente de la société ne soit pas réparti entre les associés au prorata des détentions des uns et des autres du capital de la société. Par exemple, un associé qui détiendrait 5% du capital ne percevra pas nécessairement 5% du prix global de la vente.

La clause de liquidation préférentielle détermine dans quel ordre et dans quelle proportion sera réparti le prix de vente entre les associés et les investisseurs. Le prix de vente sera réparti par rangs :

- Premier rang : La valeur nominale est versée à chaque actionnaire.

### À savoir

Les fondateurs peuvent essayer de négocier qu'un *carve out* leur soit accordé en premier rang. Cela correspond à un pourcentage (de 5 à 10% par exemple) du prix global de vente qui est réparti entre tous les actionnaires (les fondateurs et les investisseurs), en fonction de leur participation au capital. De cette manière, même en cas de vente des actions en dessous du prix d'entrée des investisseurs, les fondateurs touchent un certain montant sur la cession. De quoi les garder toujours motivés.

- Deuxième rang : Il est réservé aux investisseurs qui vont récupérer l'équivalent du montant qu'ils ont initialement investi diminué du montant payé au titre du premier rang. En tant que fondateurs, il faut prévoir seulement de rembourser ce montant, sans y appliquer un multiple par rapport au montant investi, qui pourrait être demandé par les investisseurs. On dit alors que la liquidation est « fois un » (x 1). Si elle est négociée autrement, cette clause peut garantir aux investisseurs de récupérer plusieurs fois leur investissement initial. Plus « l'exit » est proche, plus il y a de chance que l'investisseur négocie un multiple (x 2) parce qu'il a peu de temps pour percevoir un retour sur investissement et qu'il paye ses actions plus chères que les investisseurs précédents.
- Troisième rang : Si un solde subsiste après paiement des deux premiers rangs, ce montant est réparti entre les fondateurs (*non-participating*) ou entre les fondateurs et les investisseurs (*participating*) selon leur participation au capital :
  - *Participating* : Les investisseurs récupèrent leur investissement initial en priorité et participent également au partage des bénéfices restants.
  - *Non-participating* : Les investisseurs récupèrent uniquement leur investissement initial en priorité sans participer au partage des bénéfices restants.

## En pratique

En général, aucun multiple ne s'applique lors du 2<sup>e</sup> rang et la clause de liquidation est non participating. Pour s'assurer que c'est bien le cas, il faut faire relire la lettre d'intention envoyée par vos potentiels investisseurs par un avocat.

La clause de liquidation préférentielle trouve de l'intérêt lorsque la société atteint une certaine maturité. Elle peut se retrouver dans le pacte d'une société en phase de *pre-seed* ou *seed*, mais c'est facultatif et plus rare à ces étapes-là, car elles sont éloignées de celle de la revente de la société.

À l'inverse, le mécanisme de liquidation *non-participating* est généralement perçu comme plus équitable. Il offre une protection aux premiers investisseurs tout en permettant une distribution plus juste des fonds restants. Il est souvent plus attractif pour les investisseurs futurs, qui peuvent espérer une distribution plus favorable après les remboursements initiaux.



## À savoir

Accepter trop tôt une clause de liquidité *participating* pourrait complexifier voire nuire à vos futurs tours de table car les préférences accordées aux premiers investisseurs pourraient réduire les gains potentiels des suivants, rendant l'entreprise moins attractive pour de nouveaux capitaux.

- **La clause de *good/bad leaver***

La clause de *good/bad leaver* est très importante pour les fondateurs : elle peut entraîner l'exclusion d'un fondateur de la société. Cette clause prévoit une obligation de vendre les actions en cas de départ d'un fondateur, que ce départ soit fautif (révocation, licenciement, démission) ou non fautif (maladie, invalidité, décès).

Le prix de rachat des actions du fondateur sortant est sujet à des négociations approfondies entre les fondateurs et les investisseurs.

En cas de départ fautif, les associés restants peuvent souhaiter racheter les actions à un prix égal à la valeur nominale de l'action, ce qui constitue un élément important de négociation. Dans ce cas, le prix pourrait être négocié à un niveau inférieur à la valeur réelle de l'action (avec une décote dégressive par année écoulée pendant la durée d'application de la clause).

En revanche, en cas de départ non fautif, le prix peut correspondre à 100% de la valeur réelle des actions.

Cette clause agit comme un garde-fou entre les fondateurs. Elle protège également les fondateurs entre eux car elle empêche qu'un fondateur quitte l'entreprise (exemple : démission ou révocation) en conservant l'intégralité de ses actions alors qu'il n'a plus aucun rôle opérationnel dans l'entreprise.

### À savoir

Cette clause est punitive et il faut la limiter dans le temps. Généralement, une durée de 4 ans est retenue, ce qui constitue un délai raisonnable pour obliger un fondateur à vendre ses actions en cas de départ.

- **La clause de cession forcée**

La clause de cession forcée ou *drag along* est une clause favorable aux fondateurs. Elle peut s'appliquer dans le cas où la société reçoit une offre de rachat de 100% du capital de la part d'un tiers, et où cette offre est acceptée par une majorité des associés à négocier.

Dans cette situation, les associés majoritaires ont le pouvoir d'obliger les associés minoritaires à vendre l'entreprise et donc l'intégralité de leurs actions en même temps et au même prix que les majoritaires. Cette clause permet aux associés majoritaires d'éviter tout blocage, par un minoritaire, de la cession globale de la société. Sans cette clause, aucun actionnaire ne pourrait être contraint de vendre ses actions en cas d'exit à 100%.

### À savoir

En cas d'activation de cette clause, il s'agit d'une obligation de vendre (et non d'une option de vendre) qui pèse sur les associés minoritaires.

- **La clause de sortie conjointe**

La clause de sortie conjointe favorise les associés minoritaires. Elle est utilisée lorsque les associés majoritaires cèdent le contrôle de la société et permet ainsi aux associés minoritaires de vendre tout ou partie de leurs actions en même temps que les associés majoritaires, et surtout au même prix que ces derniers.

### À savoir

Il ne s'agit que d'une possibilité, d'une option pour les associés minoritaires, et non d'une obligation. Ils ont la liberté d'activer ou non cette clause pour sortir en même temps que les associés majoritaires.

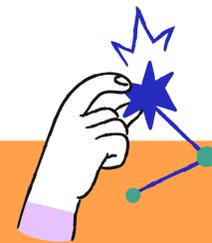
Il existe d'autres clauses importantes :

<b>Clause d'obligation de conservation</b>	Les fondateurs s'interdisent de céder leurs actions pendant un certain temps (généralement 2 à 4 ans). Elle est demandée par les investisseurs qui souhaitent s'assurer que l'équipe fondatrice reste en place.
<b>Clause de préemption</b>	Elle permet aux autres associés de racheter en priorité les actions de l'associé cédant. En général, les autres associés pourront préempter les actions chacun à hauteur de sa participation.
<b>Clause de cession libre</b>	Elle permet de céder librement des actions dans certaines hypothèses limitativement énumérées dans le pacte.

**b. Gouvernance** - Une société (SAS, SARL) est gérée par son dirigeant (président et/ou DG pour la SAS et gérant pour la SARL).

Le pacte d'associés prévoit généralement la mise en place d'un comité stratégique qui est un organe collégial composé des représentants des fondateurs et des représentants des investisseurs. Seuls un ou deux des investisseurs les plus importants deviennent membres du *board* pour représenter les intérêts de tous les investisseurs. Le pacte traite également des majorités : il faut avoir en tête qu'au sein du *board*, chaque membre a une voix (contrairement aux votes en assemblée générale où le nombre de voix est proportionnel au nombre d'actions détenues par chaque actionnaire). Le *board* détient un pouvoir décisionnaire important. Un certain nombre de décisions stratégiques sont soumises à son autorisation. Voici quelques exemples :

- la révocation des dirigeants,
- la rémunération des dirigeants,
- les levées de fonds futures,
- la distribution de dividendes,
- la contractualisation d'un emprunt,
- les cessions d'actifs stratégiques,
- l'embauche de salariés clés.



## À savoir

Il est nécessaire de déterminer les montants et les pourcentages déclenchant l'obligation de soumettre les décisions de l'assemblée générale des associés ou des dirigeants à l'autorisation préalable du *board*. Par exemple, dans le cas de l'embauche de salariés, on définit que l'autorisation du *board* est nécessaire lorsque la rémunération annuelle est supérieure à un certain montant. Ce point est déterminant dans les négociations. Le seuil fixé varie en fonction du chiffre d'affaires de la société. Si une société génère un chiffre d'affaires d'1 million d'euros, le seuil sera très différent de celui d'une société générant un chiffre d'affaires de 100 000 euros.

### 3 - La liste des documents à signer au *closing*

La réalisation d'une opération de levée de fonds nécessite la signature d'un ensemble de documents juridiques dont principalement les documents listés ci-après :

- Pacte d'associés,
- Bulletins de souscription des nouveaux investisseurs,
- Documentation de l'assemblée générale à savoir
  - a. Convocation des associés,
  - b. Rapport du dirigeant,
  - c. Feuille de présence,
  - d. Procès-verbal de l'assemblée générale qui décide de procéder à la levée de fonds,
- Documentation de constatation de la réalisation définitive de la levée de fonds
- Procès-verbal des décisions du président,
- Statuts mis à jour.

## Témoignage

Travailler avec un avocat pendant une levée de fonds, c'est pouvoir s'appuyer sur un professionnel durant tout le processus. C'est également être certain de respecter les étapes pour toute la documentation, qui s'est avérée assez lourde dans notre cas. Mais c'est aussi des conseils pour augmenter les chances de succès, pour protéger les intérêts des fondateurs ou des actionnaires existants et enfin un soutien pendant ces périodes très tendues.

Notre premier Operating Partner nous a conseillé le cabinet Lexelians Avocats. Il avait déjà travaillé avec ce cabinet pour d'autres startups qu'il accompagnait et c'était un succès. En 2020, nous avons réalisé un premier tour de « smart money » et une levée « seed » à la fin de la même année. Tout s'est très bien passé, dans les délais demandés, malgré un nombre assez important d'actionnaires entrants pendant la *smart money*. Un grand nombre de documents et de signatures ont dû être gérés, tout en restant flexibles pour pouvoir accueillir des *business angels* supplémentaires jusqu'au dernier moment.

En deux mots, cette collaboration nous a apporté une garantie de réussite, dans une ambiance très « partenariat », et sans coûts exorbitants qu'une startup ne pourrait pas se permettre de dépenser.

- **Thierry Boudard**  
CEO | Sportall

#### 4 - Le closing

Vous y êtes ! Le moment ultime de la levée de fonds : le *closing*. Il marque la fin des négociations et la formalisation des engagements entre investisseurs et dirigeants, souvent concrétisée par la signature du pacte d'associés et de la documentation juridique.

Cette étape nécessite une gestion rigoureuse pour éviter les imprévus de dernière minute et garantir que les fonds soient effectivement transférés. Le *closing* peut se faire en personne ou à distance par visioconférence et signature électronique. Il est essentiel de ne pas communiquer avant que les fonds ne soient définitivement libérés.

*Champagne !*  
(ou jus de pomme, c'est selon...)



**Vous êtes désormais prêts pour aborder**

*serenement* **votre levée de fonds !**



Fondé en 2012, **Lexelians Avocats** est un cabinet d'avocats d'affaires à fort esprit entrepreneurial.

Irina Serban et son équipe font partie du département Fusions-Acquisitions et Private Equity dont Irina est responsable.

Irina Serban et son équipe sont spécialisées en capital-investissement, capital venture et M&A pour le compte de sociétés françaises et étrangères. Ils ont développé une pratique reconnue en matière :

- d'acquisitions, de cessions et de restructurations (LBO, MBO, fusions, apports partiels d'actifs, etc.),
- de levées de fonds auprès de *family offices*, d'investisseurs financiers et industriels et ce aux différents stades de développement des sociétés (amorçage/*seed*, Séries A, B, C, etc.) et selon tous types de schémas (instruments complexes, convertibles, BSA AIR, actions de préférence, etc.),
- de mise en place de mécanismes d'intéressement et/ou de partage de valeur à destination des salariés et des dirigeants (management package),
- de mise en place de schémas contractuels liés à votre activité (clients/utilisateurs, partenaires technologiques ou commerciaux).

**N'hésitez pas à nous contacter pour plus d'informations**



Irina Serban



Maud Sorel



**Rejoignez notre collectif Start-up !**

Un programme pensé par et pour les fondateurs de startups en phase d'amorçage. Au menu :

- Le FDTour et ses étapes partout en France pour rencontrer des investisseurs
- Des rencontres entre pairs pour partager vos bonnes pratiques
- Des masterclass pour s'inspirer des meilleurs
- Et pour aller toujours plus loin : des contenus, des info-sessions, des rencontres avec des experts...

**Par ici pour plus d'informations**