

## MEMORANDUM

---

POST-COVID-19  
LES ECUEILS DU FINANCEMENT PAR LES FONDS DE VENTURE CAPITAL

---

**Le confinement et le ralentissement des activités y afférents ont gravement impactés pléthore de sociétés et, en particulier, les start-ups dont le fonds de roulement est souvent moins important que celui de sociétés établies de longue date.**

**Nombreuses sociétés en plein essor sont dès lors aujourd'hui pratiquement exsangues et se doivent d'urgence trouver des sources de financement externe.**

**Ce n'est évidemment pas le scénario idyllique afin de lever des fonds, toutefois, la pérennité de ces entreprises exigent que du sang neuf soit injecté.**

**Les fonds de Venture Capital ("VC") y verront certainement des opportunités d'investissement. Toutefois, pas à n'importe quelles conditions...**

**Parmi les mécanismes demandés, nous approfondirons ci-dessous la clause dite de liquidation préférentielle (*Liquidation Preference*).**

---

### 1. Qu'est-ce qu'une clause de liquidation préférentielle ?

Il s'agit d'un droit qui généralement (i) s'applique à la classe d'actions préférentielles émises au profit du VC, (ii) lorsqu'il y a des fonds à distribuer aux actionnaires lors d'un événement de liquidité (*Liquidation Event*) et, (iii) qui permet au VC de recevoir des fonds avant tout autre actionnaire non nanti de cette prérogative.

En bref, cette clause met en application le principe du "*last in first out*" et permet au VC de récupérer le montant qu'il a investi (ou parfois plus si le VC a demandé l'application d'un multiple ou d'un rendement minimal) en priorité par rapport à tout autre actionnaire. Elle s'érige donc comme une protection du VC face aux éventuels mauvais résultats futurs de la société au sein de laquelle il a engagé des fonds.

Cette appellation est toutefois partiellement erronée voire trompeuse, en effet, sa portée est plus large que son nom ne l'indique. En effet, elle s'applique tant aux cas de liquidations dites classiques (c'est-à-dire une liquidation qu'elle soit déficitaire ou non, volontaire ou initiée par des tiers), qu'aux cas de "liquidation présumée", qui comprend ordinairement une cession d'actions par les actionnaires ou une vente de la totalité ou d'une partie substantielle des actifs de la société. Chaque fois que des fonds sont disponibles pour être distribués aux actionnaires, la liquidation préférentielle s'applique. Par conséquent, une clause liquidation préférentielle équivaut à un accord entre les actionnaires et le VC sur la manière dont les fonds seront distribués dans ces deux scénarios, le pire (une liquidation déficitaire) ou le meilleur (un exit se matérialisant en une cession d'actions au profit d'un tiers).

---

## 2. Quel est l'intérêt d'une telle clause de liquidation préférentielle pour le VC ?

Investir dans le capital d'une société, plus particulièrement encore au sein de Start-up ou Scale-up, représente incontestablement un risque substantiel.

Les VC ont évidemment intérêt à avoir une participation dans le capital. En cas de succès de la société, cette participation leur permettra de participer à cette réussite. La pratique a toutefois vu se développer le mécanisme de liquidation préférentielle permettant aux VC d'être, en plus de leur qualité d'actionnaire, créancier de la société, dont la priorité y afférente représente indubitablement une position plus enviable que celle de simple actionnaire. Cette évolution de la pratique a donc permis aux VC d'obtenir un statut hybride cumulant certains avantages inhérents au financement par de la dette, tout en conservant les prérogatives d'un investissement en capital. Elle permet ainsi aux VC de participer à tout *upside* de la société, tout en étant (mieux) protégés que les autres actionnaires contre tout *downside*.

Ces clauses ont également été créées par la pratique afin de corriger une problématique inhérente au venture capital, à savoir, la disparité de prix de revient qui existe notamment entre les fondateurs ayant souscrit les actions à leur valeur nominale et les VC qui ont dû s'acquitter d'un prix par action plus important puisque basé sur une valorisation théorique de la société.

## 3. Une liquidation préférentielle doit-elle être vue comme une clause injuste ?

Tout d'abord, il convient de noter que ce type de clause n'est en aucun cas la panacée pour les VC contre les risques liés à un investissement en capital. En cas d'insolvabilité, il n'y a souvent rien à distribuer aux actionnaires. La liquidation préférentielle donne au VC une priorité parfois bien vaine. Aussi, les VC justifieront souvent la nécessité de ce type de clause en mettant en exergue le fait qu'ils réalisent des investissements importants dans des sociétés qui sont, majoritairement, toujours contrôlées par leurs fondateurs. Une clause de liquidation préférentielle est donc souvent considérée comme une condition *sine qua non* d'accès aux fonds d'un VC.

## 4. Quid des conditions financières ?

Usuellement, la liquidation préférentielle comporte deux éléments clés : (i) le montant du dividende privilégié/boni de liquidation et, (ii) la participation éventuelle aux distributions du solde résiduel après le paiement du dividende/boni de liquidation. Comme indiqué ci-dessus, la liquidation préférentielle est conçue pour donner au VC la possibilité de récupérer le montant qu'il a investi (ou un multiple de ce montant ou un rendement minimal) avant tout autre actionnaire lors d'un événement de liquidité.

## 5. Cumulative (*Participating*) vs. Non-cumulative (*Non-Participating*)

### (i) *Les clauses non-cumulatives*

Dans ce type d'opération, le VC aura le choix entre (i) exercer sa clause de liquidation préférentielle ou, (ii) convertir ses actions préférentielles en actions ordinaires équivalentes et ainsi recevoir une proportion du produit de la vente au *pro rata* de sa "participation ordinaire nouvelle". Les taux de conversion des actions préférentielles par rapport aux ordinaires sont généralement de 1 pour 1, il convient cependant de lire attentivement les conditions stipulées au sein des différentes conventions afin d'éviter de mauvaises surprises au moment de la conversion.

(ii) *Les clauses cumulatives*

Contrairement aux clauses non-cumulatives, celles-ci permettront au VC, après avoir été remboursé du montant de son investissement en priorité sur les autres investisseurs ou actionnaires, de recevoir une distribution supplémentaire dans le produit restant, proportionnellement à sa participation au sein du capital.

**6. Qu'est-ce que ça signifie pour votre société ?**

Les clauses de liquidation préférentielle sont usuelles dans le cadre d'investissement par des VC. Elles ne sont pour autant pas demandées par tous les fonds de VC ni dans toutes les transactions.

(i) *Du point de vue du VC*

Il est essentiel de garder à l'esprit que l'obtention de conditions de liquidation très voire trop favorables peut s'avérer *in fine* être une victoire à la Pyrrhus et ce, pour deux raisons. Tout d'abord, si la clause est extrêmement avantageuse pour le VC, elle peut être la source de démotivation des fondateurs et employés de la société. En effet, si les actions ordinaires ne participent que lorsque l'entreprise atteint une valeur chimérique, les fondateurs et employés peuvent ne pas avoir de motivation économique suffisante pour continuer à développer la société. En outre, si la société a besoin d'un financement additionnel à l'avenir, tout nouvel investisseur désirera probablement avoir des conditions de liquidation préférentielle au moins équivalents à celles de l'investisseur initial et s'attendra à ce que ses droits de liquidation soient prioritaires par rapport à ceux de l'investisseur du tour précédent.

(ii) *Du point de vue des fondateurs*

Il est primordial de comprendre les effets délétères, en outre du désalignement d'intérêts entre les différents actionnaires de la société et ce en fonction de leur qualité (fondateurs ou investisseurs) que peuvent avoir ce type de clause. Une liquidation préférentielle (ou la multiplication de celles-ci lors de diverses levées de capitaux) peut, dans un scénario poussé à l'extrême, réduire à peu de chagrin la valeur des actions des fondateurs en cas d'exit. Il convient d'être particulièrement attentif lorsque qu'un fondateur négocie ce type de clause avec un VC. A titre d'exemple, en 2018, lors de l'acquisition par Paddy Power Betfair de la société new-yorkaise FanDuel pour un montant avoisinant pourtant les 465 millions de dollars, l'effet cumulé des diverses liquidations préférentielles octroyées aux investisseurs lors de différents rounds de financement, a eu pour conséquence que les fondateurs n'ont pas perçu le moindre dollar dans le cadre de cette vente...

Il est dès lors d'une importance cruciale d'être accompagné lors de la rédaction et la négociation de la documentation juridique afférente à l'entrée dans le capital de tout investisseur érudit.

Notre équipe Corporate/M&A est à votre disposition afin de vous accompagner dans le cadre de cette opération décisive dans la vie de votre société mais également pour veiller à vos intérêts.

Dirk Wellens (Managing Partner) ♦ [dirk.wellens@laurius.be](mailto:dirk.wellens@laurius.be) ♦ +32 3 260 88 00

David Ryckaert (Senior Partner) ♦ [david.ryckaert@laurius.be](mailto:david.ryckaert@laurius.be) ♦ +32 2 313 87 87

Arnaud Vanitterbeek (Senior Associate) ♦ [arnaud.vanitterbeek@laurius.be](mailto:arnaud.vanitterbeek@laurius.be) ♦ +32 2 313 87 87